BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

April 2011

www.bankofcanada.ca

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

---

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

April 2011

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

. . . large and persistent changes in relative prices will encourage substantial structural adjustment in all of our economies. . . . Adjustment is inevitable—and it will be substantial. In general, such changes should not be frustrated, but rather facilitated by policies that enhance economic flexibility. . . . all countries need to maintain price stability in an environment where G-3 monetary policy cannot be expected to lead the global cycle.

—Mark Carney

Governor, Bank of Canada
26 March 2011
Calgary, Alberta

Contents

Overview 1

The Global Economy 3

- Recent Developments 3
- Developments in Global Financial Markets 9
- Outlook for the Global Economy 11

The Canadian Economy 15

- Recent Developments 15
  - Economic Activity 15
  - Estimated Pressures on Capacity 19
  - Inflation and the 2 Per Cent Target 21
  - Canadian Financial Conditions 22
  - Exchange Rate 24
- Outlook for the Canadian Economy 25
  - Aggregate Demand and Supply 25
  - The Projection for Inflation 29

Risks to the Outlook 33

Technical Boxes

- The Earthquake in Japan 6
- The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy 17

Overview

As anticipated in January, the global economic recovery is becoming more firmly entrenched and is expected to continue at a steady pace. In the United States, growth is solidifying, although consolidation of household and ultimately government balance sheets will limit the pace of the expansion. European growth has strengthened, despite ongoing sovereign debt and banking challenges in the periphery. The disasters that struck Japan in March will severely affect its economic activity in the first half of this year and create short-term disruptions to supply chains in advanced economies. Robust demand from emerging-market economies is driving the underlying strength in commodity prices, which is being further reinforced by supply shocks arising from recent geopolitical events. These price increases, combined with persistent excess demand conditions in major emerging-market economies, are contributing to the emergence of broader global inflationary pressures. Despite the significant challenges that weigh on the global outlook, global financial conditions remain very stimulative and investors have become noticeably less risk averse.

Although recent economic activity in Canada has been stronger than the Bank had anticipated, the profile is largely consistent with the underlying dynamics outlined in January. Aggregate demand is rebalancing toward business investment and net exports, and away from government and household expenditures. As in January, the Bank expects business investment to continue to rise rapidly and the growth of consumer spending to evolve broadly in line with that of personal disposable income, although higher terms of trade and wealth are likely to support a slightly stronger profile for household expenditures than previously projected. In contrast, the improvement in net exports is expected to be further restrained by ongoing competitiveness challenges, which have been reinforced by the recent strength of the Canadian dollar.

Overall, the Bank projects that the economy will expand by 2.9 per cent in 2011 and 2.6 per cent in 2012. Growth in 2013 is expected to equal that of potential output, at 2.1 per cent. The Bank expects that the economy will return to capacity in the middle of 2012, two quarters earlier than had been projected in January.

While underlying inflation is subdued, a number of temporary factors will boost total CPI inflation to around 3 per cent in the second quarter of 2011 before total CPI inflation converges to the 2 per cent target by the middle of 2012. This short-term volatility reflects the impact of recent sharp increases in energy prices and the ongoing boost from changes in provincial indirect taxes. Core inflation has fallen further in recent months, in part due to temporary factors. It is expected to rise gradually to 2 per cent by the middle of

This report includes data received up to 8 April 2011.

2012 as excess supply in the economy is slowly absorbed, labour compensation growth stays modest, productivity recovers and inflation expectations remain well-anchored.

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.

Although the global economic recovery is expected to continue at a steady pace, global risks remain elevated. The two main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-projected commodity prices and global inflation, and increased momentum in Canadian household spending. The two main downside risks to inflation relate to headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 12 April 2011 the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of material excess supply in Canada. Any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

The Global Economy

The global economic recovery is becoming more firmly entrenched and is evolving broadly in line with the Bank's projection in the January *Monetary Policy Report*. In advanced economies, the hand-off from public to private demand is proceeding gradually, while growth in emerging-market countries remains vigorous. Commodity prices have surged since the autumn in response to strong demand, especially from emerging Asia, and have been boosted further more recently by a series of supply disruptions and geopolitical events. Increasing prices for food and energy, combined with persistent excess demand conditions, are exacerbating already elevated inflationary pressures in several emerging-market economies.

The global economic recovery is becoming more firmly entrenched

Global financial conditions have remained very stimulative, and investors have become noticeably less risk averse, despite the significant challenges that weigh on the global economic outlook. Ongoing efforts to repair household, bank and sovereign balance sheets continue to dampen growth in many advanced economies, and rising commodity prices are leading to higher headline inflation at a time when the recovery still requires considerable policy support. While core European economies have performed somewhat better than expected, some peripheral countries are facing severe banking and sovereign vulnerabilities that could have broader spillover effects within Europe. Geopolitical tensions in North Africa and the Middle East and the evolving situation in Japan following the devastating earthquake on 11 March are also contributing to global uncertainty.

Commodity prices have surged since the autumn in response to strong demand, especially from emerging Asia

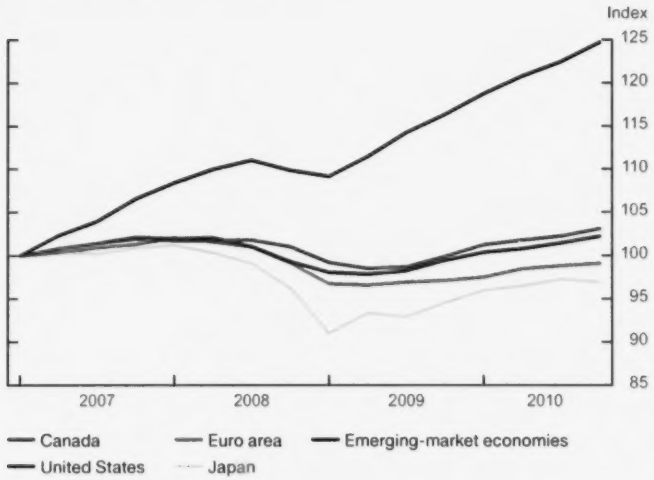
Recent Developments

Developments since the January *Report* point to firming demand in the major advanced economies and continued robust growth in emerging-market countries. In the United States, real GDP has exceeded its pre-crisis level, supported by continued fiscal and monetary stimulus. Activity has also strengthened in the euro area. In Japan, economic indicators were relatively solid before the Tohoku earthquake caused major destruction and disruptions to the economy. Emerging-market economies remain the main drivers of global economic growth (**Chart 1**).

Real GDP in the United States increased by 3.1 per cent in the fourth quarter of 2010. This result was weaker than anticipated in the January *Report*, owing to a substantially smaller contribution from inventories. Growth in real GDP appears to have decelerated in the first quarter, mainly as a result of weaker consumption growth. Despite recent improvements in the labour market, the level of employment is far below its previous peak, and long-term joblessness is at historically high levels (**Chart 2**).

Chart 1: Emerging-market economies continue to drive global economic growth

Real GDP, 2007Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japan Statistics Bureau and International Monetary Fund

Last observation: 2010Q4

U.S. consumption has been underpinned by fiscal stimulus and more favourable financial positions

Since the beginning of the year, U.S. consumption has been underpinned by fiscal stimulus and more favourable financial positions. Household borrowing conditions have improved, debt-servicing costs have declined and higher equity prices have provided support to household wealth (**Chart 3**). Savings rates have remained elevated, consistent with the need for further deleveraging and balance-sheet repair.

The U.S. housing market is acutely challenged. Housing demand remains very weak, constrained by soft labour market conditions and elevated uncertainty about future real estate values. Non-residential construction has also been soft.

Growth in U.S. economic activity has been supported by continued solid growth in investment in machinery and equipment and a rebound in exports. Investment in equipment and software has been underpinned by strong corporate balance sheets and improved market financing conditions, while the strength in exports has been driven by the recovery in global demand, a depreciation of the U.S. dollar and strong productivity growth.

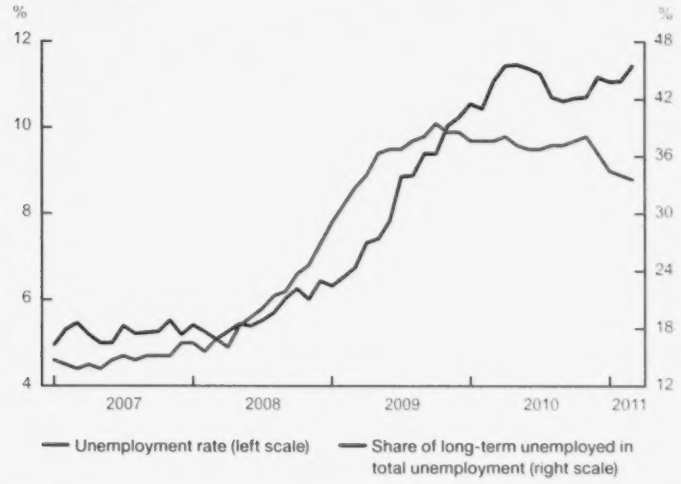
Economic fundamentals in the peripheral economies of the euro area remain much weaker than in the core countries

In the euro area, real GDP grew modestly in the fourth quarter of 2010 as bad weather disrupted activities in the construction sector. Indicators for the first quarter point to a rebound in growth, especially in the core economies, as a result of stronger domestic demand and continued solid increases in exports. Economic fundamentals in the peripheral economies remain much weaker than in the core countries, reflecting the increased drag from fiscal austerity measures and ongoing concerns about sovereign debt levels and bank balance sheets. In Germany, the unemployment rate stands at its lowest level in the past two decades, while unemployment rates in Spain and Greece are at, or near, record highs.

Real GDP in Japan declined in the fourth quarter of 2010, reflecting in part the expiration of tax incentives. Growth had resumed in the first two months of 2011, before the disruptions caused by recent events led to severe output losses that will persist in coming quarters (**Technical Box 1**).

Chart 2: Long-term joblessness remains elevated in the United States

Monthly data

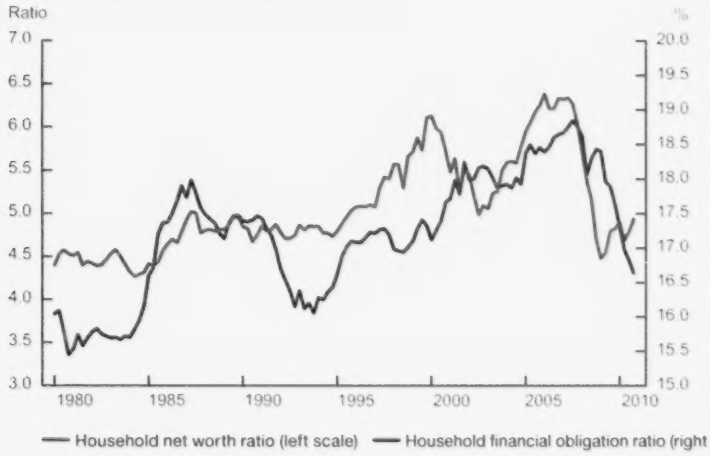


Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

Last observation: March 2011

Chart 3: The U.S. household financial position has improved

Relative to disposable income, quarterly data



Source: U.S. Federal Reserve Board

Last observation: 2010Q4

Economic growth in China has continued to surprise on the upside

Economic growth in China has continued to surprise on the upside, and there are signs of overheating. Inflationary pressures are rising, real estate investment is exceptionally strong, and concerns over elevated property prices and excessive liquidity are mounting. Authorities have taken additional measures over the past three months in an effort to suppress these price pressures. They have raised the reserve requirement ratio for financial institutions by a total of 100 basis points, bringing it to 20 per cent for large institutions, and have increased the benchmark one-year deposit rate by 50 basis points to 3.25 per cent.[1] However, with inflation close to 5 per cent on a year-over-year basis, real interest rates in China are still negative. Credit is growing by close to 20 per cent on a year-over-year basis.

1 At the end of January, authorities in China also announced a third round of tightening measures aimed at the property sector.

Technical Box 1

The Earthquake in Japan

The earthquake that occurred off the northeastern coast of Japan on 11 March 2011 triggered a tsunami that killed or severely injured thousands of people and caused unprecedented damage to housing and infrastructure. In addition, utility outages, transportation disruptions and radiation leaks at the Fukushima Daiichi nuclear power plant have had a massive impact on the regional economy, with significant repercussions for the rest of the country.

Current estimates suggest that the physical damage could be equivalent to between 4 and 6 per cent of Japan's GDP. Much more difficult to gauge, however, is the potential magnitude of the second-round economic effects. Several uncertainties persist. First, the loss of the capacity to generate electricity has led to rolling blackouts across the country. Estimates suggest that it may be several months before the energy supply can be fully restored, with adverse consequences for industrial producers and households. Second, some plants in the earthquake-affected region produce specialized components, such as auto parts, electronics or telecommunications equipment. Without viable alternative sources of supply, the tight integration of global supply chains implies that production or sales in other countries may be negatively affected. Third, the situation at the nuclear power plant remains precarious.

The Bank of Japan injected substantial liquidity into the financial system to support its functioning following the earthquake, and announced additional monetary easing measures totalling 22 trillion yen, roughly equivalent to 5 per cent of Japan's GDP. New fiscal initiatives will stimulate the economy and provide funds for reconstruction. In addition, in response to disorderly movements in the yen, excess volatility, and potential adverse implications for economic and financial stability, the G-7 countries jointly intervened in the foreign exchange market on 18 March at the request of the Japanese authorities. Financial conditions have since stabilized.

The disaster in Japan affects other economies through trade and financial linkages, as well as commodity prices. The Japanese economy is the world's third largest.[1] Since the earthquake, there have been supply disruptions for auto manufacturers in Canada and elsewhere, resulting in reduced production and hours worked at assembly plants.[2] This is projected to reduce the growth in the Canadian economy in the second quarter by about half a percentage point, with that lost activity likely to be recovered in subsequent quarters (**Table 3**). Looking ahead, once reconstruction efforts begin, they will boost Japanese growth and global demand for commodities. This assessment suggests a relatively moderate impact on the global economy for the year as a whole.

Considerable uncertainties remain, however. Disruptions to global supply chains could be more severe than initial assessments suggest, if power outages persist or delays in repairing Japan's damaged infrastructure affect global trade flows. The Bank will closely monitor the situation in the coming months.

1 Japan's weighting is about 6 per cent of the global economy.

2 For example, on 30 March, Honda announced that it will reduce its Canadian auto production from about 700 units per day to 300 units, owing to a shortage of parts from Japan.

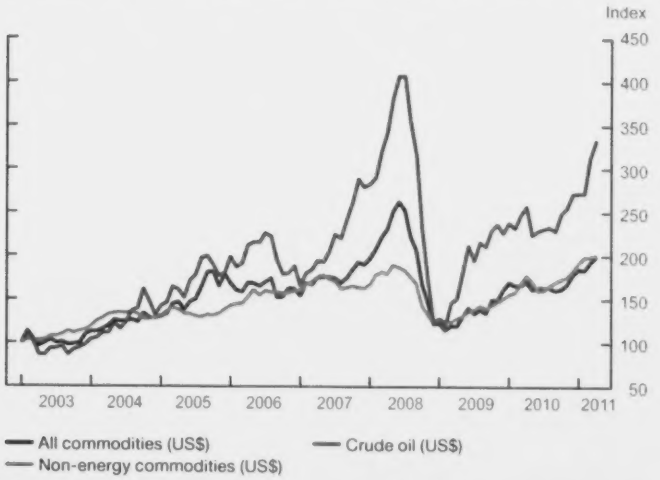
Prices for 18 of the 23 main components of the Bank of Canada's commodity price index are above their real long-term averages

Global commodity prices are elevated, driven by strong demand and a series of supply shocks (**Chart 4**). Prices for 18 of the 23 main components of the Bank of Canada's commodity price index (BCPI) are above their real long-term averages. Crude oil prices have surged in response to the unrest in North Africa and the Middle East, and prices for many non-energy commodities have reached record highs. Much of the increased demand for energy in recent years has come from emerging-market economies, principally those in Asia (**Chart 5** and **Chart 6**). Agricultural prices have also been boosted by strong demand from emerging Asia and, more recently, by adverse weather conditions, pushing them to new record highs. Metals prices are also hovering near record highs, supported by robust demand from China and a shortage of global mining capacity.[2]

2 The prices of some commodities produced in Canada have not increased as sharply. Prices for natural gas, which are determined in the regional North American market rather than in the global market, have fallen by about 10 per cent since the January *Report*, partly reversing the temporary sharp increase of the prior few months that had been caused by unseasonably cold weather.

Chart 4: Global commodity prices are elevated

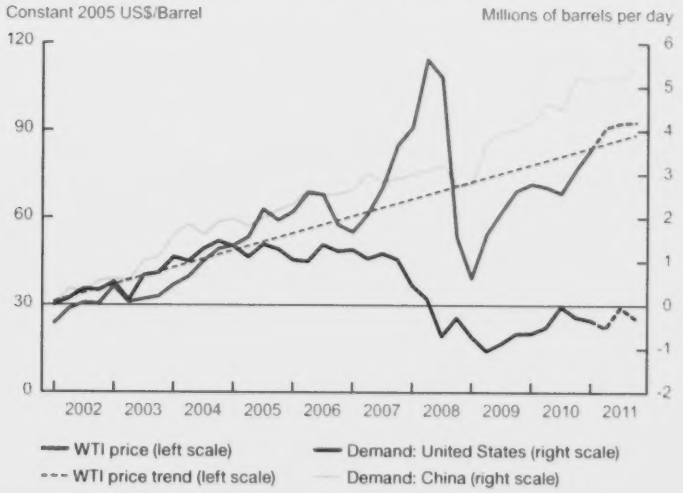
Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values in April 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 8 April 2011.
Source: Bank of Canada
Last observation: April 2011

Chart 5: Demand from China is having a strong impact on oil prices

Cumulative marginal oil demand since 2002, quarterly data



Sources: International Energy Agency, International Monetary Fund and the U.S. Bureau of Economic Analysis

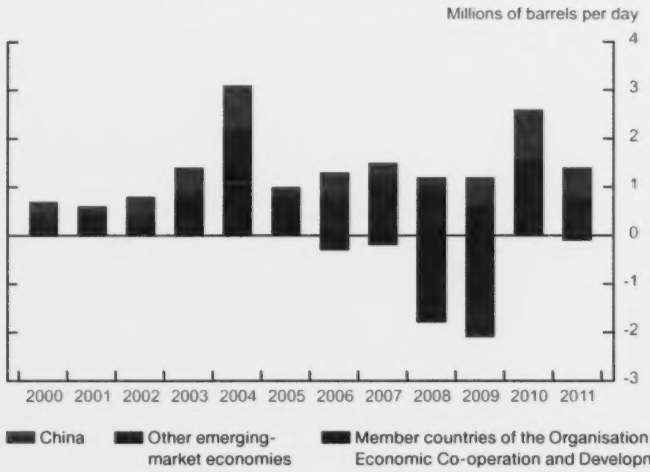
Inflationary pressures are building particularly rapidly in emerging-market economies

The rise in commodity prices has pushed up total inflation in both advanced and emerging-market economies (**Chart 7**). These effects are expected to persist in 2011. Inflationary pressures are building particularly rapidly in emerging-market economies, reflecting the large share of food items in their CPI basket, their energy-intensive production processes and excess demand conditions more generally.[3] While policy-makers in many emerging-market economies have responded by raising interest rates and applying other restrictive measures, monetary policy in many of these countries

3 The share of food items in the CPI basket is 17 per cent in Canada, 14 per cent in the United States, 23 per cent in the euro area, 30 per cent in Mexico, 32 per cent in China and 38 per cent in Russia.

Chart 6: Emerging-market economies are driving growth in global oil demand

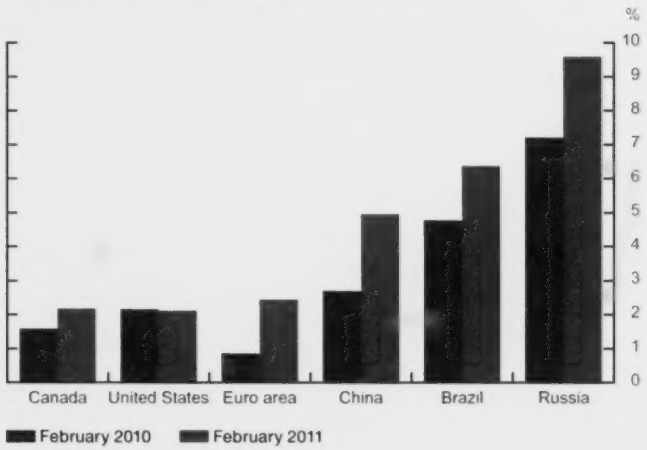
Marginal contributions to growth in global oil demand, annual data



Note: Data for 2011 comprise International Energy Agency forecasts. Members of the Organisation for Economic Co-operation and Development are advanced countries.
Source: International Energy Agency

Chart 7: Rising commodity prices are putting upward pressure on headline inflation

Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



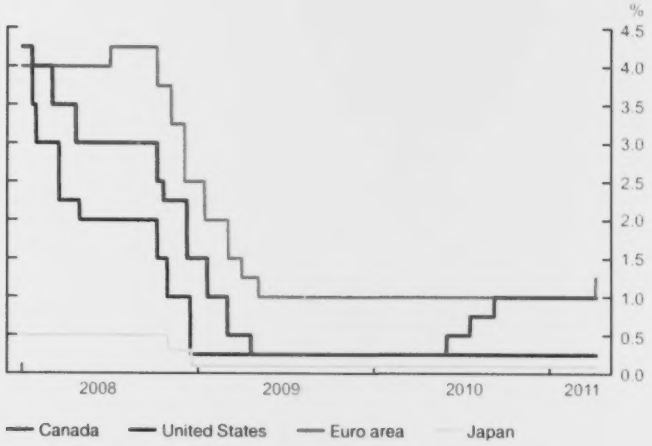
Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, the People's Bank of China, Brazilian Institute of Geography and Statistics and Russian Federal State Statistics Service (formerly Goskomstat) Last observation: February 2011

Monetary policy in many emerging-market economies remains very accommodative

remains very accommodative. In most advanced economies, policy rates have stayed at or near historic lows as a result of excess supply conditions and subdued underlying inflation pressures (**Chart 8**). However, owing to the effects of increasing commodity prices, policy-makers in some advanced countries now face the challenge of rising headline inflation at a time when unemployment rates remain high and excess capacity persists.

Chart 8: Policy rates remain at or near historic lows in most advanced economies

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.
Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 8 April 2011

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets continue to be very stimulative

Conditions in global financial markets continue to be very stimulative, although volatility has risen recently. Government bond yields in major advanced economies are little changed from their levels at the time of the January *Report* and remain very low by historical standards (**Chart 9**). Concerns over the potential effects of growing tensions in North Africa and the Middle East and the impact of the earthquake and nuclear crisis in Japan have been counterbalanced by increased optimism about the outlook for global growth and rising investor confidence. Worries nevertheless persist about the high debt levels of some European sovereigns and the state of their banking sectors. There is increased differentiation in European debt markets, with some borrowers effectively shut out (**Chart 10**). To date, there has been little spillover into other European countries.

Corporate credit markets in advanced economies continue to experience strong demand, with credit spreads narrowing further and corporate bond issuance reaching new highs. Interest rates on high-yield corporate debt issued in U.S. dollars are currently at an all-time low, reflecting robust demand and an increased appetite for risk (**Chart 11**). Equity prices have also risen in advanced economies since the January *Report*, in some cases breaching previous peaks, but are basically unchanged in emerging-market countries.

Many emerging-market economies have experienced strong upward pressure on their currencies, reflecting both their strong economic performance and their positive interest rate differentials with respect to advanced countries. The required adjustment in real exchange rates is being delayed, however, through increased use of intervention and capital controls.

Chart 9: Yields on government bonds in major advanced economies are little changed since the January *Report*

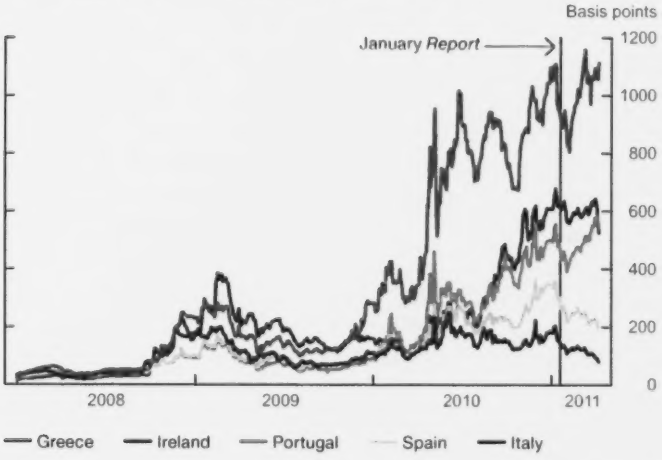
Yields on 10-year government bonds, daily data

Source: Bloomberg

Last observation: 8 April 2011

Chart 10: Markets are increasingly differentiating between European sovereign credits

Spreads on 5-year sovereign credit default swaps, daily data

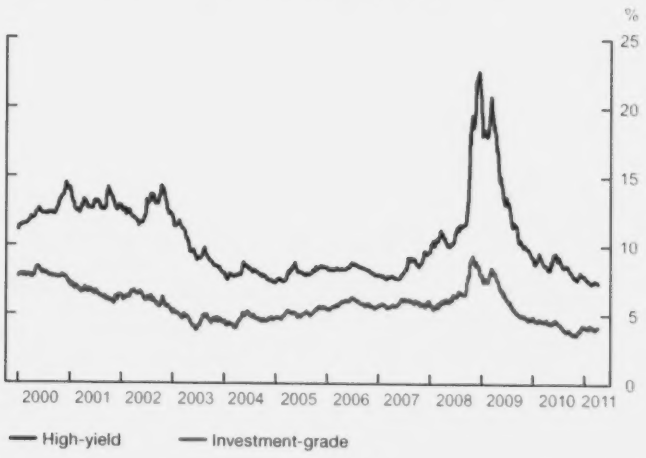


Source: Markit

Last observation: 8 April 2011

Chart 11: Yields on corporate debt are at historically low levels, reflecting continued strong investor demand

Yields on corporate debt issued in U.S. dollars, daily data



Source: Bank of America Merrill Lynch

Last observation: 8 April 2011

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is projected to proceed at a steady pace over 2011–13

The global economic recovery is projected to proceed at a steady pace over 2011–13, largely as expected in the January *Report* (**Table 1**).[4] Growth in private domestic demand in advanced economies is expected to broaden over the projection horizon. Robust demand from emerging-market economies is driving the underlying strength in commodity prices, which is being further reinforced by supply shocks arising from recent geopolitical events. These price increases, combined with persistent excess demand conditions in major emerging-market economies, are contributing to the emergence of broader global inflationary pressures.

U.S. real GDP is expected to grow by roughly 3 per cent through 2013

U.S. real GDP is expected to grow by roughly 3 per cent through 2013, a marginally lower profile for growth than in the January *Report*. A gradual strengthening and broadening of private demand is expected to support the U.S. economic expansion over the projection horizon. Higher energy prices are projected to slightly reduce the pace of household expenditure growth. Fiscal policy will continue to be an important driver of growth in 2011, but will become a net drag in 2012 as fiscal consolidation takes hold.

Gradually improving conditions in labour markets are expected to sustain the growth of U.S. consumption over the projection horizon, in spite of the dampening effects of higher oil prices and the ongoing rebuilding of household balance sheets. Temporary tax reductions that were announced late last year will also provide a significant boost to consumption in 2011.

Business investment in equipment and software is projected to grow solidly through 2013, driven by the low cost of capital, firms' healthy balance sheets and the overall improvement in economic conditions. In contrast, only a modest recovery in the construction of new homes and non-residential structures is anticipated over the projection horizon.

4 As is customary in the April issue of the *Monetary Policy Report*, the projection horizon has been extended by one year, in this case to 2013.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	2.9 *(2.9)*	3.0 *(3.3)*	3.2 *(3.2)*	3.3
Euro area	15	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.5)*	1.7 *(1.5)*	2.3
Japan[c]	6	4.0 *(4.3)*	0.8 *(1.4)*	2.6 *(2.1)*	2.5
China	13	10.3 *(10.4)*	9.3 *(9.3)*	8.6 *(8.8)*	8.1
Rest of the world	46	5.5 *(5.7)*	4.3 *(4.0)*	3.8 *(3.8)*	3.6
World	**100**	**4.9 *(5.0)***	**4.1 *(4.0)***	**3.9 *(3.9)***	**3.9**

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009. Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2011 *Monetary Policy Report*. Source: Bank of Canada

c. Owing to historical revisions to the first three quarters of 2010, the growth rate of GDP in Japan for that year is lower than projected in the January *Report*.

Along with the sustained recovery in private demand, net exports are expected to provide increasing support to U.S. economic growth over the projection horizon, owing to strong external demand for U.S. goods and services.

In the euro area, real GDP is expected to increase by about 1.8 per cent through 2011–12

In the euro area, real GDP is expected to increase by about 1.8 per cent on an average annual basis through 2011–12. Growth in domestic demand will be constrained by the effects of fiscal consolidation, lingering concerns about public finances in the peripheral countries and higher oil prices. However, net exports are projected to contribute significantly to growth in economic activity, supported by robust demand in China and other trading partners. In 2013, real GDP growth is expected to rise to 2.3 per cent as the important drag from fiscal austerity measures starts to fade.

Growth is projected to slow markedly in Japan in 2011

Growth is projected to slow markedly in Japan in 2011, reflecting the unwinding of fiscal incentives, the earlier appreciation of the yen and the drop in output stemming from the damage caused by the earthquake. Growth in the Japanese economy in 2011 has been reduced to 0.8 per cent in the Bank's latest projection. Over 2012–13, growth is expected to recover, owing to reconstruction activity, as well as a gradual strengthening in private demand, supported by improving labour market conditions.

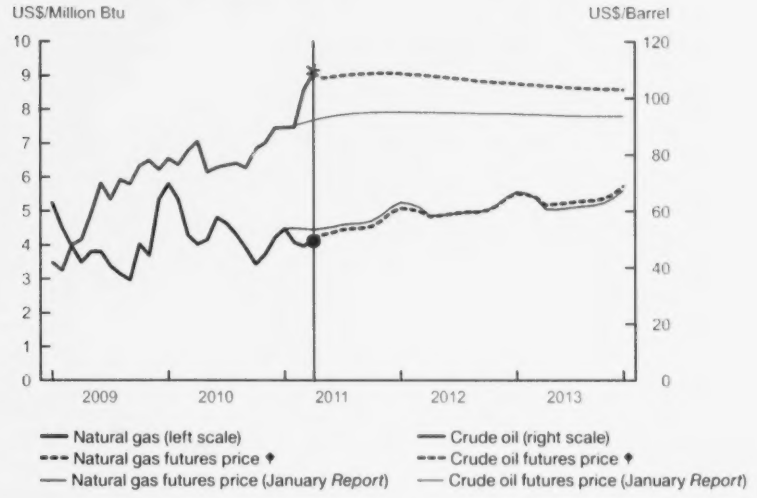
In China, further monetary and credit tightening and higher commodity prices are projected to moderate growth over 2011–13. A modest rotation of domestic demand toward consumption and away from investment is anticipated, facilitated by the introduction of new structural policy measures that should lessen the need for precautionary savings.[5] Growth in net exports is expected to slow over the projection period in response to an appreciation of the Chinese real effective exchange rate.

Growth in other emerging-market economies is also projected to moderate through 2013, in response to the somewhat slower growth in China, the unwinding of the fiscal stimulus introduced during the recession, tighter monetary policy in reaction to heightened inflationary pressures and an anticipated modest appreciation of their real exchange rates.

5 In the 2011 annual "Report on the Work of the Government," the Chinese authorities indicate that they will significantly increase spending on public housing, public health care, education reform and social security.

Chart 12: Oil prices are expected to remain roughly unchanged, but natural gas prices are projected to increase through 2013

Monthly data



* Spot price for crude oil (8 April 2011)
• Spot price for natural gas (8 April 2011)
♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 8 April 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in April 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 8 April 2011.
Source: NYMEX

The Bank of Canada's commodity price index is expected to remain above the levels anticipated in the January *Report*, owing to higher prices for oil and non-energy commodities. Based on the latest futures curve, West Texas Intermediate (WTI) oil prices are projected to remain in the US$103 to $109 range (**Chart 12**). Natural gas prices, as suggested by the latest futures curve, are projected to rise modestly, as demand shifts away from oil toward other energy sources. Prices are nevertheless expected to remain low relative to their historical relationship with oil prices over the projection horizon, with the excess supply from shale production helping to contain price increases. Prices for non-energy commodities are anticipated to increase moderately over the rest of 2011, reflecting the lingering effects of tight supply conditions on the prices of metals and agricultural products. Thereafter, the prices of non-energy commodities are expected to decline in response to a gradual increase in metals production, the normalization of crop yields and some deceleration in demand from emerging-market economies.

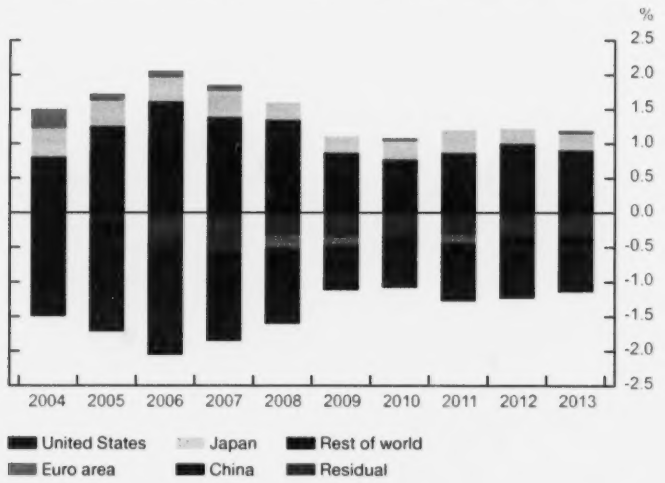
The Bank of Canada's commodity price index is expected to remain above the levels anticipated in the January Report

The Bank's base-case scenario suggests that global imbalances will remain large through 2013 (**Chart 13**). Although actions taken by some emerging-market authorities to limit the nominal appreciation of their exchange rates will delay the resolution of these imbalances, rising inflation rates in some of these countries are pushing their real exchange rates higher (**Chart 14**). In the United States, the anticipated fiscal consolidation should lead to increased national savings, but the negative effect of higher oil prices on the terms of trade is expected to delay the improvement in the current account balance. Elevated commodity prices, in contrast, should strengthen the current account balances of commodity-producing countries, which, as a group, already enjoy a large current account surplus.

The Bank's base-case scenario suggests that global imbalances will remain large through 2013

Chart 13: Global imbalances are projected to remain large through 2013

Current account balance as a percentage of world GDP, annual data

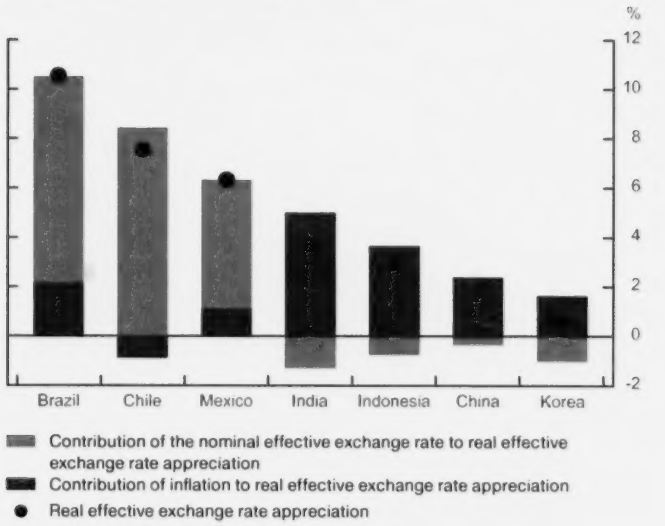


Note: The residual represents the statistical error and has been kept constant at its last historical value over the projection period.

Sources: International Monetary Fund and Bank of Canada projections

Chart 14: Rising inflation rates in some Asian economies are contributing to the appreciation of their real effective exchange rates

Change from February 2010 to February 2011



Source: Bank for International Settlements

The Canadian Economy

Economic activity in Canada has been stronger in recent quarters than the Bank had expected in the January *Report*. A more modest pace of growth is projected in the period ahead, reflecting the broad economic forces identified in the January *Report*. The expected rebalancing of aggregate demand in Canada has begun, with investment picking up strongly and contributions to growth from government expenditures scheduled to fade. Household spending has shown greater-than-expected momentum in recent quarters. The Bank continues to expect growth in consumption and residential investment to slow over the projection horizon, although the supportive effects of higher terms of trade on incomes and wealth point to a slightly stronger profile than previously anticipated. The improvement in net exports anticipated in the January *Report* has occurred more quickly than expected, but further improvement will likely be restrained by the persistent strength in the Canadian dollar and a slightly lower profile for U.S. growth than had previously been projected.

Economic activity in Canada has been stronger in recent quarters than the Bank had expected in the January Report

The expected rebalancing of aggregate demand in Canada has begun

While underlying inflation is subdued, a number of temporary factors will boost total CPI inflation to around 3 per cent in the second quarter of 2011 before total CPI inflation converges to the 2 per cent target by the middle of 2012. This short-term volatility reflects the impact of recent sharp increases in energy prices and the ongoing boost from changes in provincial indirect taxes. Core inflation has fallen further in recent months, in part due to temporary factors. It is expected to rise gradually to 2 per cent by the middle of 2012 as excess supply in the economy is slowly absorbed, labour compensation growth stays modest, productivity recovers and inflation expectations remain well anchored.

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy

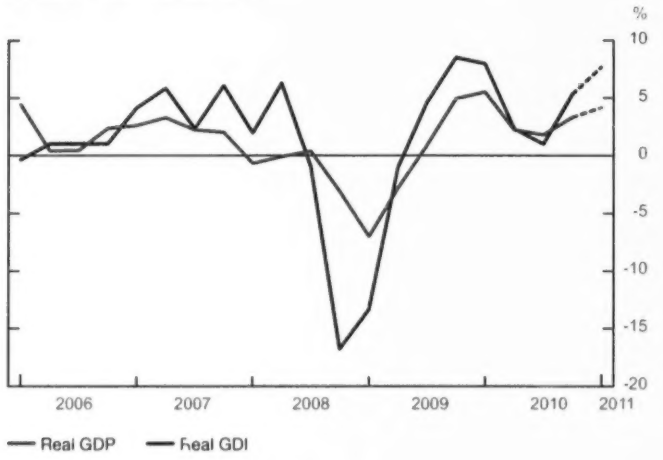
Recent Developments

Economic Activity

Real GDP in Canada grew at an annual rate of 3.3 per cent in the fourth quarter of 2010, and is estimated to have picked up further to 4.2 per cent in the first quarter of 2011. This has been a stronger rebound than was expected at the time of the January *Report*, reflecting stronger exports and consumption. Higher commodity prices have resulted in large increases in Canada's terms of trade, leading to renewed strong growth in real gross domestic income (GDI) (**Chart 15** and **Technical Box 2**).

Chart 15: Growth in Canadian real gross domestic income has been noticeably greater than that of real GDP recently, owing to significant gains in the terms of trade

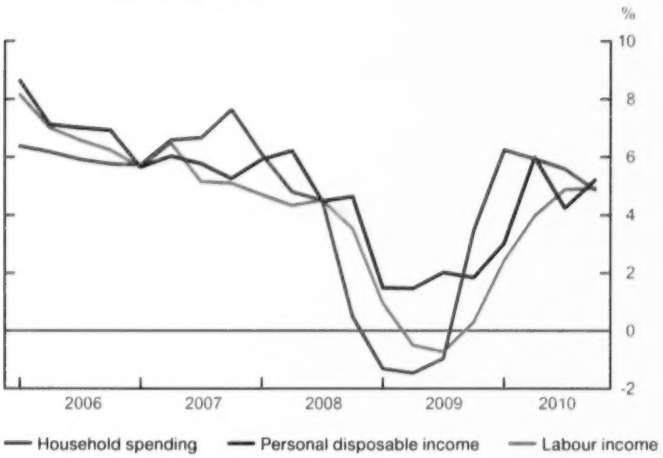
Quarterly growth at annual rates



Note: Numbers for 2011Q1 are Bank of Canada estimates.
Source: Statistics Canada

Chart 16: Household spending has been moving more in line with the growth in household income

Year-over-year percentage change



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q4

Household spending has moved more in line with the growth in household incomes

Household spending has moved more in line with the growth in household incomes. In the fourth quarter, rapid growth in consumption was consistent with a strong increase in disposable income (**Chart 16**), leaving the savings rate little changed at 4.0 per cent. While the strong growth in disposable income in the last quarter of 2010 was supported by an improving labour market, it also received a temporary boost from government transfers related to the earlier introduction of the harmonized sales tax (HST) in Ontario. In the first quarter, the Bank estimates that growth in consumption slowed in line with moderating income growth, although both continue to be supported by higher terms of trade and gains in household net worth. In that context, residential investment has remained at a high level in recent quarters, although

Technical Box 2

The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy

Large and persistent increases in the real prices of energy and non-energy commodities can have a significant impact on the Canadian economy.[1] The magnitude of their impact and the implications for policy depend on the nature of the forces driving their movements.[2]

Commodity prices affect the evolution of economic activity and inflation in Canada through various channels (**Table 2-A**).

Direct CPI channel: Commodities are part of the consumption basket in Canada. Consequently, an increase in commodity prices has a direct impact on some components of the CPI, such as gasoline, fuel oil, natural gas, food and transportation. Because the core CPI excludes the eight most volatile components of the CPI, many of which are heavily influenced by changes in commodity prices, an increase in those prices has a stronger effect on total inflation than on core inflation (**Table 2-B**).[3] But this effect can take time to manifest itself (**Chart 2-A**), and firms may also absorb part of the increase in costs through lower profit margins.[4,5]

Terms-of-trade channel: Because Canada is a net exporter of commodities, an increase in commodity prices raises export prices relative to import prices. This causes a terms-of-trade improvement, which increases Canadians' power to purchase foreign goods and services, as measured by real gross domestic income (GDI, **Chart 2-B**). This increase in real income also triggers increased spending on domestically produced goods and services.

Production-costs channel: An increase in commodity prices raises production costs wherever commodities are used as an input. This can reduce the level of potential activity in the economy and contribute to inflationary pressures.

Commodity-supply channel: An increase in commodity prices pushes up profits in the commodity sector, which in turn stimulates production, labour, capital and wages in that sector.

The inflationary pressures stemming from these channels are dampened by Canada's flexible exchange rate regime. Typically, the Canadian dollar

Table 2-A: The impact of an increase in commodity prices on Canada's economy depends on the source

	Real GDP		Inflation	
Channels	*Commodity-supply shock*	*Commodity-demand shock*	*Commodity-supply shock*	*Commodity-demand shock*
Direct CPI	—		↗	
Terms-of-trade	↗		↗	
Production-costs	↘		↗	
Commodity-supply	↗		↗	
Foreign-demand	↘	↗	↘	↗
Total effects	—	↗	↗	↗

Table 2-B: Food and energy in the CPI

	Weight in total CPI	Weight in core CPI[a]
Food	17.0	17.6
Energy	9.4	3.3
Other goods	27.5	31.6
Other services[b]	46.1	47.5
Total	100.0	100.0

a. Core CPI includes all food components except fruits and vegetables and excludes all energy components except electricity.
b. Meals at restaurants are classified as a service.

1 The commodity sector directly accounts for about 7 per cent of GDP in Canada.

2 A number of articles published in the *Bank of Canada Review* in recent years have examined the impact of commodity prices on the economy. See, for example, M. Francis, "Adjusting to the Commodity-Price Boom: The Experiences of Four Industrialized Countries" (Autumn 2008); D. Dupuis and P. Marcil, "The Effects of Recent Relative Price Movements on the Canadian Economy" (Autumn 2008); and G. Stuber, "The Changing Effects of Energy-Price Shocks on Economic Activity and Inflation" (Summer 2001).

3 Unlike the core inflation measure used in the United States and some other countries, Canada's core CPI includes most food items.

4 The lags in the effects of commodity-price movements on CPI components reflect the presence of long-term contracts and adjustment costs.

5 Commodity-price movements can also have second-round effects on wages and other prices as expectations of future inflation increase. There has been little evidence of such second-round effects in Canada in the past two decades, however, since inflation expectations have been well anchored at the 2 per cent inflation target.

(continued)

The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy

appreciates in response to increases in commodity prices, which reduces import prices and restrains inflation more generally.

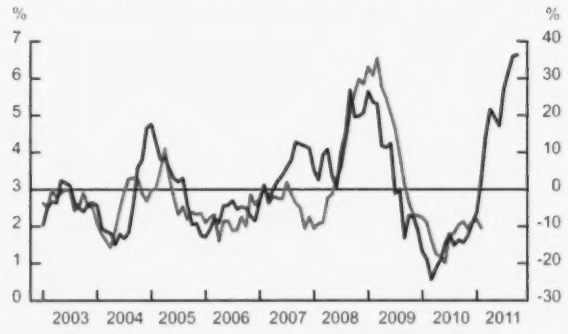
Finally, the degree to which higher commodity prices affect the Canadian economy depends on the **foreign-demand channel**, which can offset or amplify the other channels, depending on the factors responsible for the increases. Commodity-price rises that reflect speculation or supply disruptions (because of geopolitical considerations or extreme weather conditions, for example) push global production costs higher. Since Canada's main trading partners are net commodity importers, their lower economic activity will depress demand for Canada's non-commodity exports. In contrast, if the increase in commodity prices is caused by an increase in global activity that also raises the demand for commodities, then additional benefits would accrue to the Canadian economy, since demand for Canadian non-commodity exports would also increase.

Policy-makers can look through short-lived supply shocks and speculative overshoots. In contrast, when the increase in commodity prices is caused by higher world demand, the net effect on Canada's real GDP will be positive, and the impact on Canadian inflation will generally be more pronounced. The greater the importance of Canada's non-commodity exports to countries driving the surge in global demand, the greater the impact will be.

Despite recent supply disruptions caused by geopolitical unrest and natural disasters, as well as speculative pressures that have, on occasion, reinforced the direction of price moves driven by fundamentals, the Bank's view is that a large, sustained increase in demand stemming from rapid growth in the emerging world has been the primary driver of the most recent boom in commodity prices. However, given that only 10 per cent of Canada's exports go to emerging economies, activity in the Canadian economy is not likely to benefit as much as it has in past commodity booms that were driven mainly by U.S. economic growth.

Chart 2-A: The large rise in world raw food prices is expected to boost Canadian CPI food prices with some lag

Year-over-year percentage change, monthly data

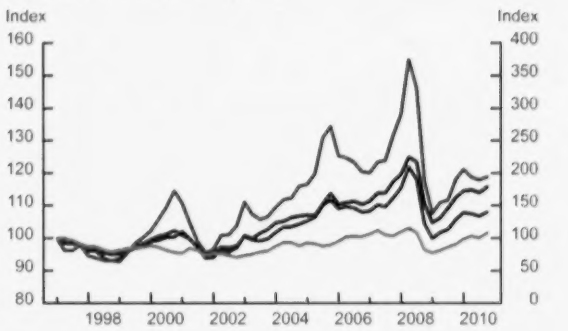


— Bank of Canada commodity price index: Agricultural products (right scale, expressed in Canadian dollars, advanced 7 months)
— CPI: Food excluding fruits and vegetables (left scale)

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Chart 2-B: Canada's terms of trade have closely followed the movements in global commodity prices

Index: 1997Q1 = 100, quarterly data



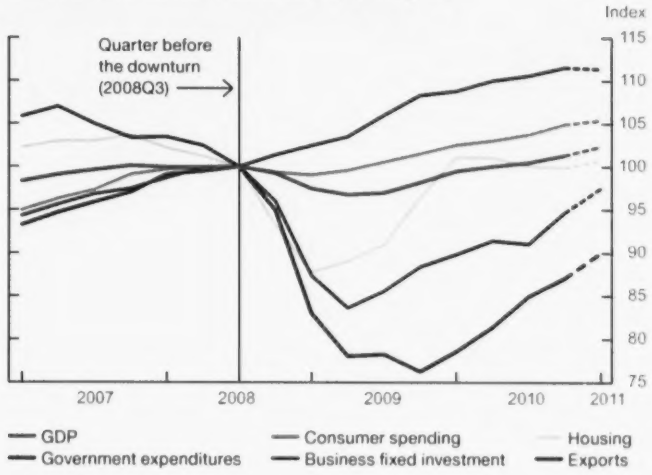
— Terms of trade (left scale)
— All commodities (US$) (right scale)
— Energy commodities (US$) (right scale)
— Non-energy commodities (US$) (right scale)

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q4

Chart 17: Despite rapid growth in recent quarters, business investment remains well below its pre-recession peak

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data



Note: Numbers for 2011Q1 are Bank of Canada estimates.
Source: Statistics Canada

the estimated pickup in activity in the first quarter may partly reflect timing effects related to changes in mortgage insurance rules.[6]

Business fixed investment has continued to grow at a robust pace in recent quarters, driven in particular by activity in primary industries. Nonetheless, the estimated level of business investment in the first quarter remained well below its pre-recession peak (**Chart 17**).

The rebound in exports in the fourth quarter was driven by higher commodity exports, in part due to one-off factors

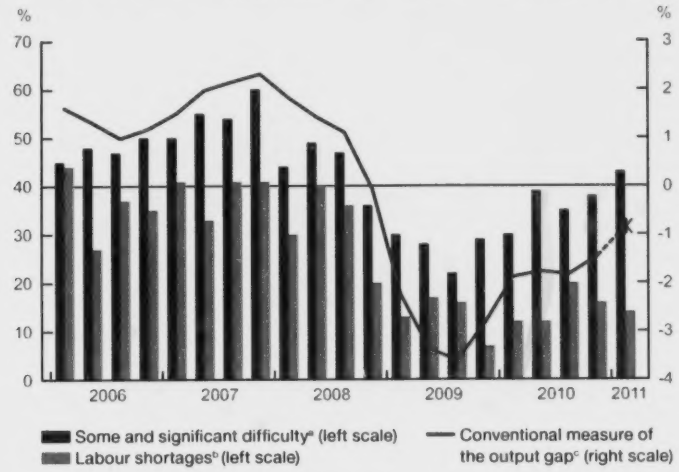
While net exports made a greater contribution to growth in the fourth quarter than had been expected at the time of the January *Report*, this followed a period of persistently large negative contributions through much of 2009 and 2010, and preliminary evidence suggests another negative contribution in the first quarter of 2011. The rebound in exports in the fourth quarter was driven by higher commodity exports, in part due to one-off factors such as restarted and expanded pipeline capacity. While exports of manufactured goods such as motor vehicles have picked up more recently, the supply disruptions that have been experienced in the aftermath of the earthquake in Japan are projected to reduce the growth in the Canadian economy in the second quarter by about half a percentage point, with that lost activity likely to be recovered in subsequent quarters (**Technical Box 1**). Import growth has been volatile, largely reflecting swings in inventory investment which, after pulling back sharply in the fourth quarter of 2010, appears to have normalized in the first quarter.

Estimated Pressures on Capacity

Various indicators of capacity pressures suggest the persistence of excess supply in the Canadian economy. The Bank's conventional measure of the output gap indicates that excess capacity in the economy narrowed in the first quarter of 2011, to about -0.9 per cent (**Chart 18**). The Bank's spring

6 Effective 18 March 2011, there was a reduction in the maximum amortization period to 30 years from 35 years for new government-backed insured mortgages with loan-to-value ratios of more than 80 per cent. There was also a reduction in the maximum that Canadians can borrow to refinance their mortgages to 85 per cent from 90 per cent of the value of their homes. The withdrawal of government insurance backing on lines of credit secured by homes, such as HELOCs, will come into force on 18 April 2011.

Chart 18: Material excess supply remains in the Canadian economy

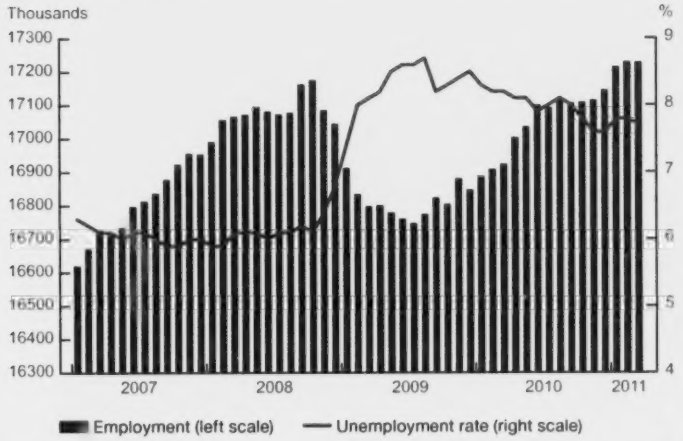


a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the first quarter of 2011 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 4.2 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada — Last observation: 2011Q1

Chart 19: Despite the recovery in employment, the unemployment rate remains elevated

Monthly data



Source: Statistics Canada — Last observation: March 2011

Business Outlook Survey (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Spring 2011) suggests a lesser degree of slack in the economy, with the proportion of firms indicating that they would have difficulty responding to an unexpected increase in demand now back at its historical average. However, the survey also indicates that the proportion of firms facing labour shortages remains well below its historical average. This is consistent with the relatively high unemployment rate and weakness in average weekly hours worked, and implies persistent slack in the labour market (**Chart 19**).

On balance, the Bank judges that the economy continued to operate with a material degree of slack in the first quarter of 2011, at about 1 per cent below its production capacity. This is a smaller gap than the Bank had projected in January.

On balance, the Bank judges that the economy continued to operate with a material degree of slack in the first quarter of 2011

Inflation and the 2 Per Cent Target

As expected, core CPI inflation has fallen further in recent months (**Chart 20**). A number of transitory factors have been dampening the year-over-year rate of core inflation, notably the effects of unusually large increases a year ago for motor vehicles and hotel accommodation (the latter related to the Vancouver Winter Olympics), as well as recent rebates on electricity prices in Ontario. In addition, there is evidence that some of the HST-related tax refunds to businesses have been passed through to consumers, lowering core inflation by about 0.3 percentage points, in line with the Bank's prior expectations. Looking through these factors, underlying inflation has remained broadly stable at a rate slightly above 1½ per cent, reflecting persistent excess supply in the economy, as well as the moderate growth of unit labour costs (**Chart 21**) and the appreciation of the Canadian dollar.

Underlying inflation has remained broadly stable at a rate slightly above 1 1/2 per cent

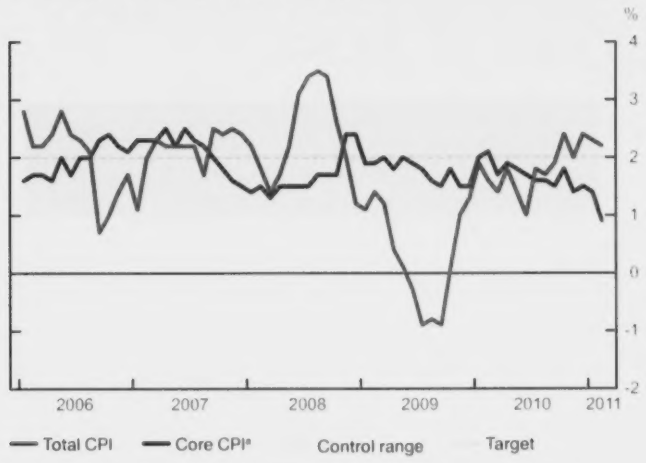
Total CPI inflation averaged 2.3 per cent in January and February, unchanged from its average rate in the fourth quarter of 2010. The effects of higher world prices for energy and other commodities on Canadian inflation have been tempered by the appreciation of the Canadian dollar. The direct impact of the HST and other changes in provincial indirect taxes instituted since July 2010 are also continuing to boost the 12-month rate of change in total CPI.

Measures of near-term inflation expectations have risen slightly in recent months, reflecting observed increases in commodity prices, while measures of longer-term inflation expectations have remained little changed. The April Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 2.4 per cent in 2011 and very close to the target in 2012 (2.1 per cent). Expectations for average inflation over the next two years, as reported in the Bank's spring *Business Outlook Survey*, are concentrated within the 1 to 3 per cent control range,

The Bank judges that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target

Chart 20: Core inflation remains subdued, while total inflation has been boosted by temporary factors

Year-over-year percentage change, monthly data



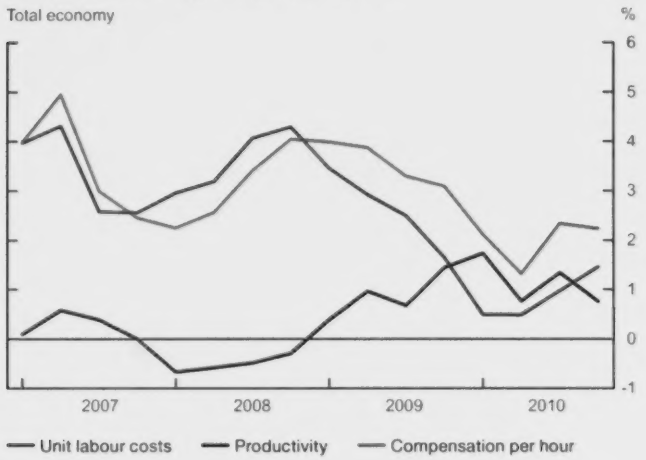
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: February 2011

Chart 21: Despite some recent pickup, the growth of unit labour costs has been moderate over the past year

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q4

with a majority of firms now expecting inflation to be in the upper half of the range, consistent with the recent rapid increase in commodity prices. Market-based measures of longer-term inflation expectations continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target. Overall, the Bank judges that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target.

Canadian Financial Conditions

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative, providing important ongoing support to the economic recovery. Despite a modest increase over the past year, effective borrowing costs for households and businesses continue to be very low by historical standards (**Chart 22**). The growth of total private credit has recently moved somewhat above its historical average, as growth in business credit has picked up sharply (**Chart 23**).

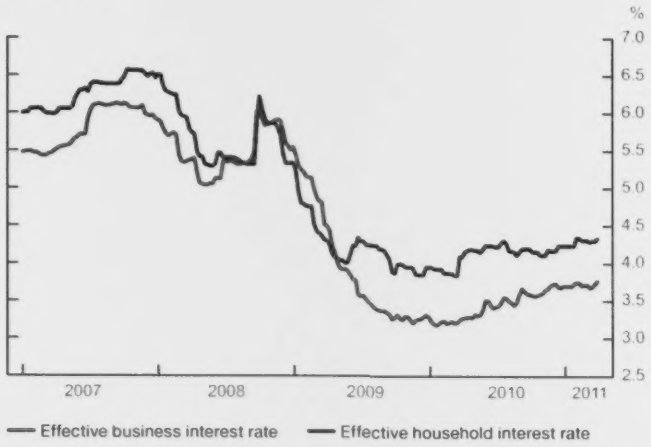
The favourable effective borrowing costs for households are underpinned by the ongoing low level of bank financing costs. Following some slowing in 2010, a pickup in household credit growth has been observed in recent months, partly reflecting stronger activity in the resale housing market.

Investor demand for risky assets is buoyant

In addition to very low effective borrowing costs, Canadian firms have seen further easing in their access to financing in recent months. According to the Bank's *Senior Loan Officer Survey* for the first quarter of 2011 (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2011Q1), greater competition among lending institutions, and from capital markets, together with a more favourable economic outlook, has led to a further loosening of lending conditions for a wider range of borrowers (**Chart 24**). Results from the latest *Business Outlook Survey* also suggest that credit conditions have eased further in recent months. Investor demand for risky assets is buoyant, reflecting expectations of an improving global economy, as well as the low level of government bond yields. Accordingly, credit spreads have remained narrow, corporate bond issuance has been strong and the S&P/TSX Composite Index has recovered further. In response to more favourable financing conditions and the robust recovery in business investment, the overall growth of business credit has picked up markedly in recent months.

Chart 22: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data

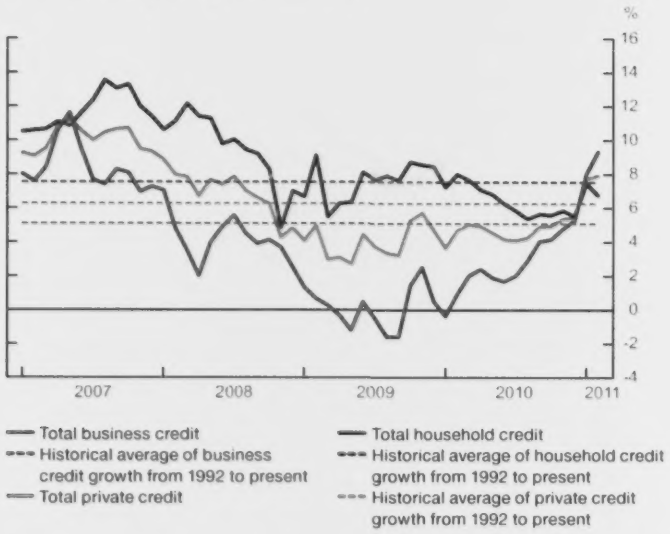


Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.
Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 8 April 2011

Chart 23: The growth rate of business credit is picking up noticeably

3-month percentage change (at annual rates)



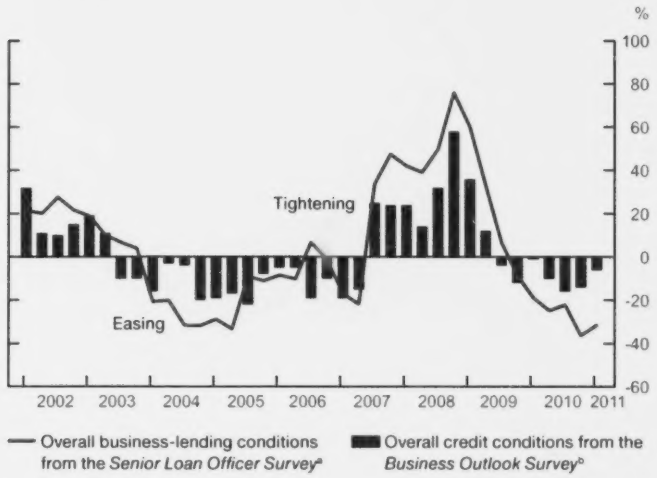
Source: Bank of Canada

Last observation: February 2011

Compared with the unusually rapid pace registered between the end of 2008 and early 2010, growth in the narrow monetary aggregates has been moderate in recent months, consistent with reduced liquidity preference among households and firms. Growth in the broader M2++ aggregate remains below its historical average, suggesting subdued inflation pressures ahead.

Chart 24: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2011Q1

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

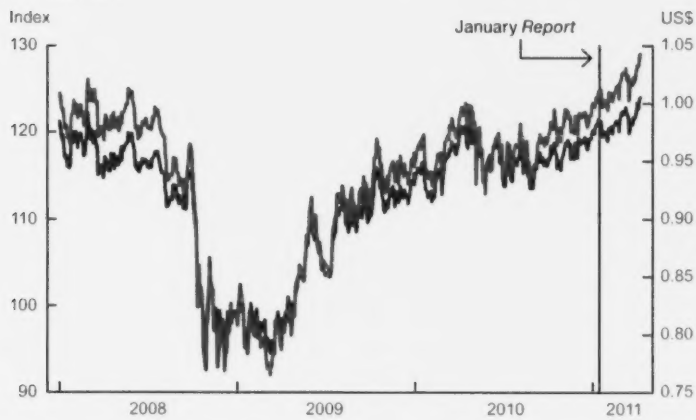
Last observation: 2011Q1

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged 103 cents U.S. since the March fixed announcement date, higher than the 100 cents assumed in the January *Report*. The Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) has appreciated to a similar extent (**Chart 25**).

Chart 25: The Canadian dollar has continued to appreciate since the January *Report*

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 8 April 2011

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 103 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; persistently strong prices for non-energy commodities; and supportive global credit conditions.

Aggregate Demand and Supply

The stronger economic expansion observed in recent quarters is projected to give way to a more modest pace

The Bank expects the rotation of aggregate demand in Canada toward business investment and net exports and away from government and household expenditures to continue over the projection horizon (**Chart 26**). The stronger economic expansion observed in recent quarters is projected to give way to a more modest pace, as the particularly strong rebound in exports observed recently is unlikely to be sustained, given ongoing competitiveness challenges, including headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar, as well as the one-off nature of certain elements of the rebound (**Table 2** and **Chart 27**). Some of the recent stronger-than-expected momentum in household spending is projected to persist, however, reflecting in part the effects of higher terms of trade.

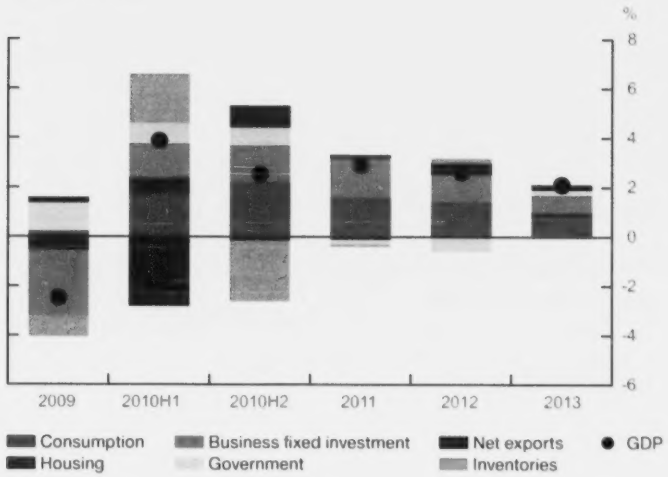
On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.9 per cent in 2011 and 2.6 per cent in 2012, while growth in 2013 is expected to equal that of potential output (2.1 per cent), with the economy operating at full capacity. This growth profile implies a slightly higher level of activity across the medium-term projection horizon, with the Bank now expecting the economy to return to full capacity around the middle of 2012, two quarters earlier than had been projected in the January *Report*.

Higher terms of trade are expected to boost household incomes

As in January, the Bank expects the growth of consumer spending over the projection horizon to evolve broadly in line with that of personal disposable income, leaving the savings rate relatively stable at a low level and the ratio of household debt to income near historic highs (**Chart 28**). The growth of

Chart 26: Demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures

Contributions to real GDP growth
Percentage points



Note: Contributions for 2010H1 and 2010H2 are proxied by the average quarterly contributions.
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

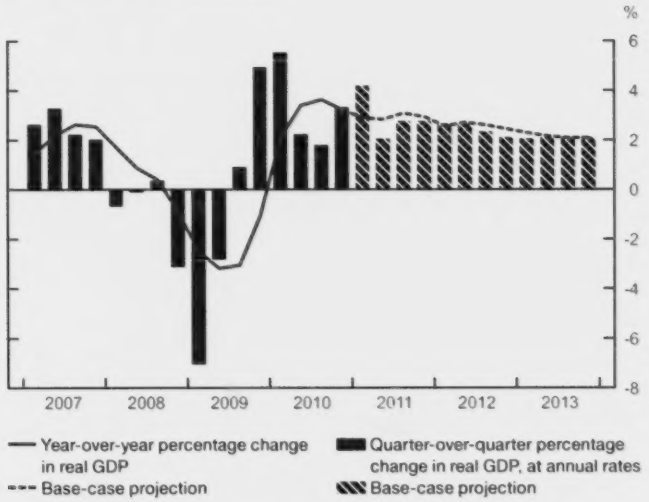
Table 2: Contributions to average annual real GDP growth

Percentage points[a]

	2010	2011	2012	2013
Consumption	2.0 *(1.9)*	1.6 *(1.4)*	1.4 *(1.2)*	0.9
Housing	0.7 *(0.7)*	-0.1 *(-0.1)*	0.0 *(0.0)*	0.1
Government	1.3 *(1.0)*	-0.2 *(0.0)*	-0.6 *(-0.5)*	0.2
Business fixed investment	0.6 *(0.6)*	1.6 *(1.1)*	1.1 *(1.2)*	0.7
Subtotal: Final domestic demand	4.6 *(4.2)*	2.9 *(2.4)*	1.9 *(1.9)*	1.9
Exports	1.8 *(1.9)*	2.5 *(1.8)*	1.2 *(1.9)*	1.2
Imports	-4.0 *(-4.2)*	-2.4 *(-1.7)*	-0.7 *(-1.2)*	-1.0
Subtotal: Net exports	-2.2 *(-2.3)*	0.1 *(0.1)*	0.5 *(0.7)*	0.2
Inventories	0.7 *(1.0)*	-0.1 *(-0.1)*	0.2 *(0.2)*	0.0
GDP	**3.1** *(2.9)*	**2.9** *(2.4)*	**2.6** *(2.8)*	**2.1**
Memo items:				
Potential output	1.6 *(1.6)*	1.8 *(1.8)*	2.0 *(2.0)*	2.1
Real gross domestic income (GDI)	4.9 *(4.8)*	4.7 *(3.4)*	3.1 *(3.2)*	1.9

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2011 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2010 *Report*.

Chart 27: Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply



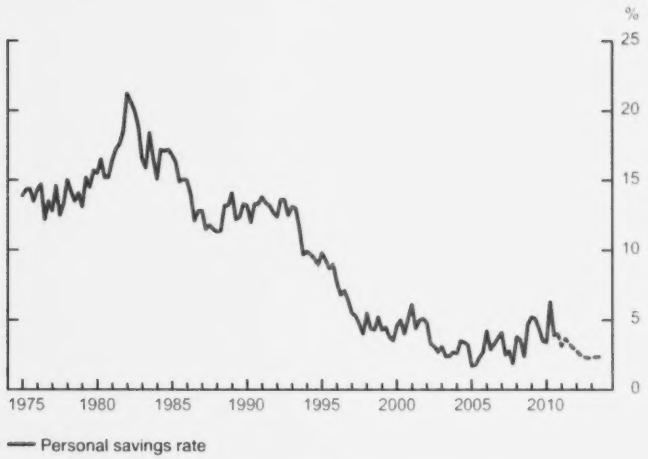
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Residential investment remains unlikely to contribute to overall GDP growth over the projection horizon

disposable income is expected to moderate with the withdrawal of fiscal stimulus, previously announced compensation restraints by governments and a slow recovery in average hours worked. Higher terms of trade are expected to provide some offsetting boost to household incomes over the projection horizon, and have led to higher household wealth. While these supports are projected to result in a slightly stronger profile for consumer spending than had been expected in the January *Report*, their impact is likely to be limited, with household balance sheets remaining stretched and consumption unlikely to be bolstered by gains in house prices. In that context, and with a projected reduction in housing affordability, residential investment remains unlikely to contribute to overall GDP growth over the projection horizon. Thus, the Bank continues to expect the share of the

Chart 28: The Canadian personal savings rate is projected to remain near historic lows

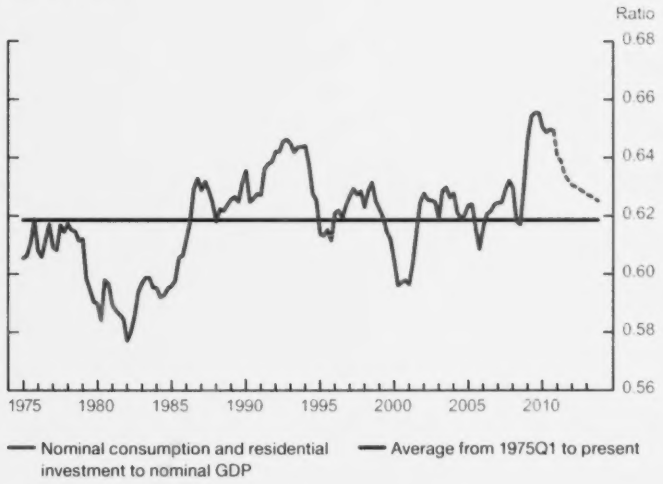
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 29: The share of household expenditures in GDP is expected to decline toward its historical average

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

economy accounted for by consumer spending and residential investment to decline toward its historical average (**Chart 29**).

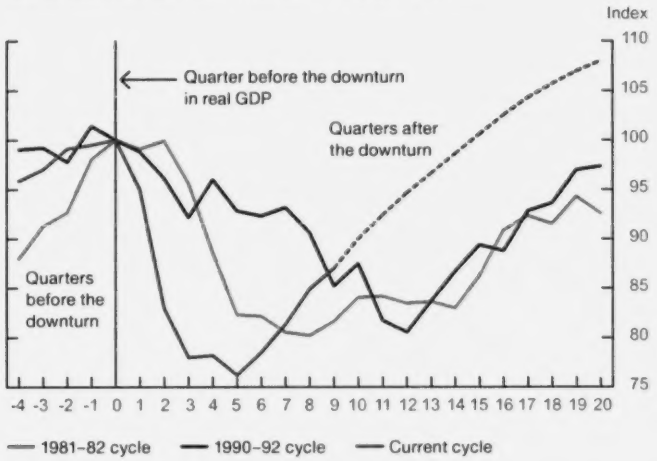
The Bank's base-case scenario continues to assume that the contribution of government spending to real GDP growth will turn negative over the 2011–12 period, consistent with the previously announced unwinding of fiscal stimulus. Revisions to the national accounts data reveal that more of the stimulus spending appears to have been delivered in 2010 than had been previously estimated, boosting the contribution of government spending in that year and correspondingly reducing its assumed contribution to the growth of GDP in 2011.

Business fixed investment is expected to continue to rise rapidly

Business fixed investment is expected to continue to rise rapidly over the projection horizon as the unusually sharp decline experienced during the recession is unwound (**Chart 30**). This reflects the solid financial positions of Canadian firms (**Chart 31**), favourable credit conditions, higher commodity prices and the stronger Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. The Bank's *Business Outlook Survey* has also indicated a consistently high level of investment intentions in recent quarters. Moreover, the latest results from the *Public and Private Investment Intentions* survey conducted by Statistics Canada suggest some firming in the growth of business investment in 2011. Taking all of these factors into account, the recovery in capital spending over the near term is now projected to be slightly more robust than previously projected.

Chart 30: Canadian business fixed investment is projected to continue its recent robust growth

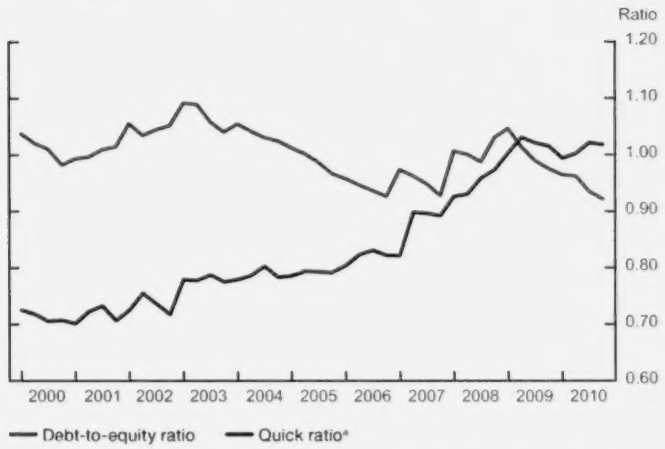
Comparison of Canadian real business investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 31: With liquidity high and leverage low, non-financial firms are well positioned to invest

Quarterly data



a. The quick ratio is defined as short-term assets (less inventories) over short-term liabilities.
Source: Statistics Canada
Last observation: 2010Q4

The Bank continues to expect an improvement in net exports over the projection horizon, as exports recover and expand with rising external demand, and import growth slows from its previously rapid pace with the moderation in the growth of domestic demand. The Bank continues to project, however, that the recovery in exports will be subdued relative to earlier global recoveries, with the higher level of the Canadian dollar assumed in this projection adding to long-standing competitiveness challenges. These forces are also expected to boost imports relative to domestic demand, with the solid growth in business investment having a similar effect, given its high import content. As a result, net exports are expected to make a positive, but modest, contribution to growth over the projection horizon. The strength of net exports will continue to be sensitive to currency movements and the expected recovery in productivity growth, as well as to the prospects for external demand.

The Bank continues to project that the recovery in exports will be subdued relative to earlier global recoveries, with the higher level of the Canadian dollar assumed in this projection adding to long-standing competitiveness challenges

The Projection for Inflation

The Bank expects core inflation to rise gradually to 2 per cent as excess supply in the economy is slowly absorbed and inflation expectations remain well anchored (**Table 3** and **Chart 32**). As in January, this increase reflects the unwinding of the transitory influences currently dampening core inflation, including the effects of HST-related tax refunds passed on by businesses. The combination of ongoing modest growth in labour compensation and higher productivity is expected to continue to dampen inflationary pressures, with the higher assumed value of the Canadian dollar providing further restraint.

The Bank expects core inflation to rise gradually to 2 per cent

Although core inflation has been slightly weaker than expected in recent months, it is projected to converge to 2 per cent somewhat more quickly than in the January *Report*. This reflects the slightly smaller degree of slack in the Canadian economy over the projection horizon, as well as the sharp increases in the prices of agricultural commodities observed in recent months, which are expected to lead to a somewhat larger increase in food prices than had been expected.

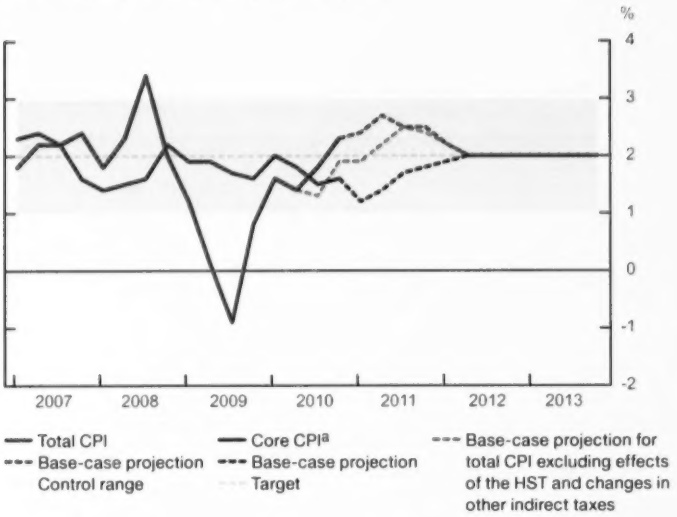
Table 3: Summary of the base-case projection for Canada[a]

	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.3 *(2.3)*	4.2 *(2.5)*	2.0 *(2.8)*	2.7 *(3.0)*	2.7 *(3.0)*	2.6 *(2.9)*	2.6 *(2.6)*	2.3 *(2.5)*	2.1 *(2.5)*	2.1	2.1	2.1	2.1
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.2 *(2.8)*	2.9 *(2.0)*	2.8 *(2.2)*	3.1 *(2.6)*	2.9 *(2.8)*	2.5 *(2.9)*	2.7 *(2.9)*	2.6 *(2.7)*	2.4 *(2.6)*	2.3	2.1	2.1	2.1
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 *(1.6)*	1.2 *(1.4)*	1.4 *(1.5)*	1.7 *(1.6)*	1.8 *(1.7)*	1.9 *(1.8)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 *(2.3)*	2.4 *(2.2)*	2.7 *(2.3)*	2.5 *(1.9)*	2.5 *(2.0)*	2.2 *(1.8)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.7)*	2.2 *(1.8)*	2.5 *(1.9)*	2.4 *(1.9)*	2.2 *(1.8)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*	2.0	2.0	2.0	2.0
WTI[b] (level)	85 *(85)*	94 *(91)*	108 *(93)*	109 *(95)*	109 *(95)*	109 *(95)*	108 *(95)*	107 *(95)*	106 *(95)*	105	104	104	103

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report*.
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 8 April 2011

Chart 32: Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent by the middle of 2012

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Total CPI inflation is expected to converge to core inflation at the 2 per cent target by the middle of 2012

Total CPI inflation is projected to peak around 3 per cent (on a monthly basis) in the second quarter of 2011, reflecting the impact of recent sharp increases in energy prices and the anticipated rise in core inflation, as well as the ongoing boost to inflation from the HST and other changes in provincial indirect taxes. As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank is looking through the first-round effect on prices. Total CPI inflation is expected to converge to core inflation at the 2 per cent target by the middle of 2012 as energy prices stabilize.

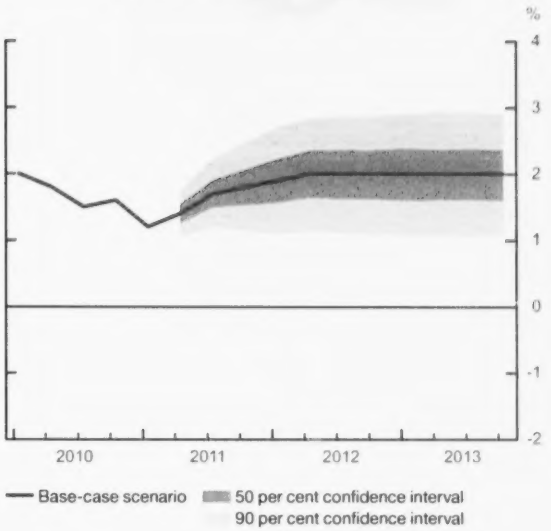
This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 33** and **Chart 34** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the second quarter of 2011 to the end of 2013.[7]

7 Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; key word search: Fan charts.

Chart 33: Projection for core CPI inflation

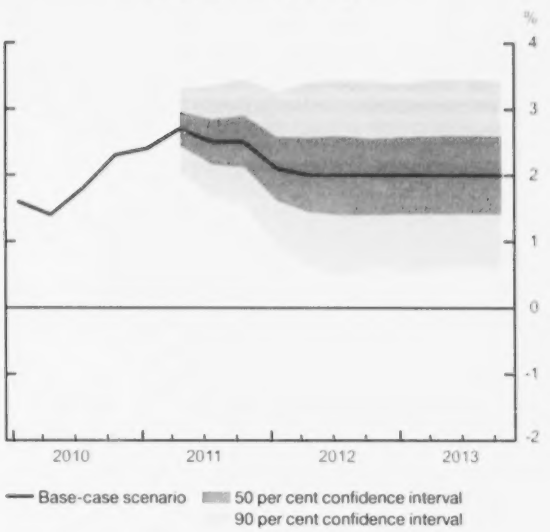
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 34: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Risks to the Outlook

Although the global economic recovery is expected to continue at a steady pace, global risks remain elevated.

The two main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-projected commodity prices and global inflation, and increased momentum in Canadian household spending.

- If efforts to restrain excess demand and mounting inflation pressures in emerging-market economies prove unsuccessful, commodity prices and global inflation could rise much faster than projected, raising incomes in Canada through higher export prices and increasing pressures on domestic prices.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With exceptionally stimulative financing conditions, borrowing could grow faster than income.

The two main downside risks to inflation relate to headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

- The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.
- High household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

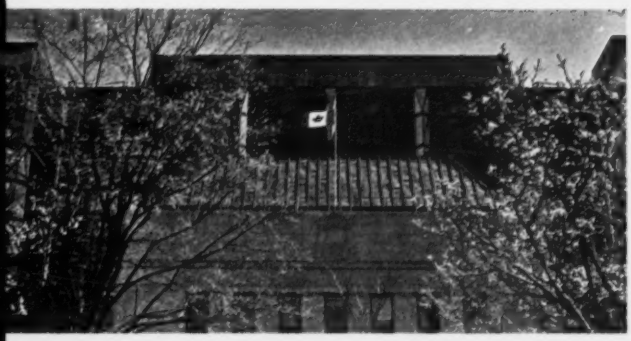
In addition, global uncertainty is being affected by high private and sovereign debt levels in many advanced economies, geopolitical tensions and the evolving situation in Japan in the aftermath of the Tohoku earthquake.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2011



www.banqueducanada.ca

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

---

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2011

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté.

[...] des fluctuations prononcées et persistantes des prix relatifs favoriseront un ajustement structurel important dans l'ensemble de nos économies [...] Un ajustement est inévitable — et il sera substantiel. Ce genre de changement ne devrait généralement pas être entravé mais plutôt facilité par des politiques visant à rendre l'économie plus flexible [...] les pays doivent tous maintenir la stabilité des prix dans un contexte où on ne peut s'attendre à ce que les politiques monétaires du G3 guident l'évolution du cycle mondial.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
26 mars 2011
Calgary (Alberta)

Table des matières

Vue d'ensemble 1

L'économie mondiale 3

L'évolution récente 3

L'évolution des marchés financiers mondiaux 10

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale 12

L'économie canadienne 17

L'évolution récente 17

L'activité économique 17

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 22

L'inflation et la cible de 2 % 23

Les conditions financières au Canada 25

Le taux de change 27

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne 27

L'offre et la demande globales 28

La projection en matière d'inflation 32

Les risques entourant les perspectives 35

Notes techniques

Séisme au Japon 6

L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne 19

Vue d'ensemble

Comme la Banque l'entrevoyait en janvier, la reprise économique mondiale s'enracine plus solidement et devrait se poursuivre à un rythme stable. Aux États-Unis, la croissance se raffermit, même si elle sera bridée par l'assainissement des bilans des ménages et, à terme, des administrations publiques. Le rythme d'expansion s'est renforcé en Europe, malgré les défis que continuent à poser la dette souveraine et le secteur bancaire des pays périphériques. Les désastres qui ont frappé le Japon en mars auront de graves répercussions sur son activité économique au premier semestre de 2011 et entraîneront des perturbations à court terme dans la chaîne d'approvisionnement au sein des pays avancés. La demande robuste dans les économies émergentes favorise la vigueur sous-jacente des cours des produits de base, qui est amplifiée par les chocs d'offre découlant de l'évolution récente de la situation géopolitique. Ces augmentations de prix, conjuguées à la demande excédentaire persistante dans les grandes économies émergentes, contribuent à l'émergence de pressions inflationnistes plus généralisées dans le monde. En dépit des défis importants qui pèsent sur les perspectives économiques mondiales, les conditions financières demeurent très favorables à l'échelle du globe et les investisseurs sont devenus nettement moins réfractaires au risque.

Bien que récemment l'activité économique au Canada ait été plus forte que la Banque ne l'avait prévu, le profil d'évolution est largement conforme à la dynamique fondamentale présentée en janvier. On observe un rééquilibrage de la demande globale, celle-ci se déplaçant des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. Comme en janvier, la Banque anticipe que les investissements des entreprises continueront à progresser rapidement et que la croissance des dépenses de consommation évoluera globalement de pair avec celle du revenu disponible des particuliers, même si le renforcement des termes de l'échange et l'augmentation de la richesse devraient favoriser un profil de croissance légèrement plus solide des dépenses des ménages qu'on ne l'avait d'abord envisagé. En revanche, l'amélioration des exportations nettes devrait être limitée davantage par les problèmes de compétitivité persistants, lesquels ont été exacerbés par la vigueur récente du dollar canadien.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'économie affichera un taux d'expansion de 2,9 % en 2011 et de 2,6 % en 2012 et qu'en 2013, elle progressera au même rythme que la production potentielle, soit 2,1 %. La Banque s'attend à ce que l'économie retrouve son plein potentiel au milieu de 2012, soit deux trimestres plus tôt qu'elle ne l'escomptait en janvier.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 8 avril 2011.

Même si l'inflation sous-jacente est modérée, un certain nombre de facteurs temporaires feront grimper l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la cible de 2 % au milieu de 2012. Cette volatilité à court terme tient à l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues dernièrement, ainsi qu'aux changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, qui continuent à pousser l'inflation à la hausse. L'inflation mesurée par l'indice de référence a continué à reculer ces derniers mois, en partie sous l'effet de facteurs transitoires. On s'attend à ce qu'elle remonte graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe lentement, que la progression de la rémunération du travail demeure modeste, que la productivité s'améliore et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions à la baisse additionnelles sur l'inflation, en raison des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.

Même si la reprise économique mondiale devrait se poursuivre à un rythme stable, les risques demeurent élevés à l'échelle du globe. Les deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections et à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens. Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation sont liés aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 12 avril 2011, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel d'escompte demeure à 1 1/4 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire notable au Canada. Toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

L'économie mondiale

La reprise économique mondiale s'enracine plus solidement et évolue essentiellement comme la Banque l'entrevoyait dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier. Dans les pays avancés, le relais de la demande publique à la demande privée se déroule progressivement, alors que la croissance dans les économies émergentes demeure robuste. Les cours des produits de base ont bondi depuis l'automne sous l'impulsion de la demande vigoureuse, surtout celle en provenance des pays émergents d'Asie, et ont été poussés davantage à la hausse récemment par une série de perturbations de l'offre et par l'évolution de la situation géopolitique. L'accroissement des prix des aliments et de l'énergie, conjugué à une demande excédentaire persistante, a pour effet d'exacerber les pressions inflationnistes déjà élevées dans plusieurs économies émergentes.

La reprise économique mondiale s'enracine plus solidement.

Les conditions financières sont restées très favorables à l'échelle du globe et les investisseurs sont devenus nettement moins réfractaires au risque, malgré les défis importants qui entachent les perspectives économiques mondiales. Les efforts déployés actuellement pour assainir les bilans des ménages, des banques et des pays souverains continuent à freiner la croissance dans bon nombre de pays avancés, et la montée des cours des produits de base fait augmenter l'inflation globale dans ces pays à un moment où la reprise a toujours besoin d'un soutien considérable de la part des autorités. Même si les économies du cœur de l'Europe ont affiché une tenue légèrement meilleure que prévu, certains pays périphériques sont confrontés à de graves vulnérabilités touchant leur secteur bancaire et leur dette souveraine qui pourraient avoir des retombées plus larges en Europe. Les tensions géopolitiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient et l'évolution de la situation au Japon à la suite du tremblement de terre dévastateur survenu le 11 mars contribuent également à l'incertitude sur la scène mondiale.

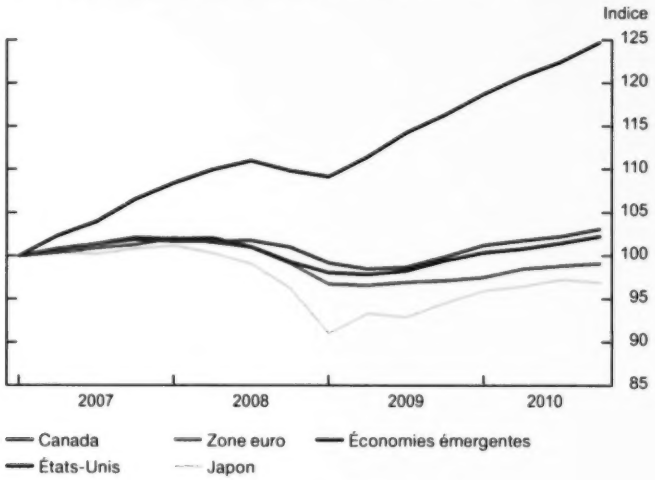
Les cours des produits de base ont bondi depuis l'automne sous l'impulsion de la demande vigoureuse, surtout celle en provenance des pays émergents d'Asie.

L'évolution récente

L'évolution observée depuis la parution du *Rapport* de janvier donne à penser que la demande se raffermit dans les grands pays avancés et que la croissance demeure robuste dans les économies émergentes. Aux États-Unis, le PIB réel a dépassé son niveau d'avant la crise à la faveur du maintien de la détente monétaire et budgétaire. L'activité s'est également accélérée dans la zone euro. Au Japon, les indicateurs économiques étaient relativement solides avant que le tremblement de terre au Tohoku ne provoque des dommages énormes et des perturbations majeures au sein de l'économie. Les pays émergents restent les principaux moteurs de la croissance mondiale (**Graphique 1**).

Graphique 1 : Les économies émergentes continuent d'être le moteur de la croissance mondiale

PIB réel, base 100 de l'indice : 2007T1, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et Fonds monétaire international Dernière observation : 2010T4

Le PIB réel des États-Unis a crû de 3,1 % au quatrième trimestre de 2010. Ce résultat inférieur à ce qui était prévu dans le *Rapport* de janvier découle d'un apport nettement moindre des stocks. La progression du PIB réel semble avoir décéléré au premier trimestre, en raison principalement de l'affaiblissement de la croissance de la consommation. Malgré les améliorations observées récemment sur le marché du travail, le niveau d'emploi est bien en deçà de son sommet précédent et le taux de chômage à long terme se situe à des sommets historiques (**Graphique 2**).

La consommation aux États-Unis a été soutenue par les stimulants budgétaires et des bilans plus favorables.

Depuis le début de l'année, la consommation aux États-Unis a été soutenue par les stimulants budgétaires et des bilans plus favorables. Les ménages ont vu leurs conditions d'octroi de prêts s'améliorer, les coûts du service de leur dette ont baissé et la hausse des cours des actions a alimenté leur richesse (**Graphique 3**). Leurs taux d'épargne sont restés élevés, ce qui cadre avec la nécessité de poursuivre leurs efforts pour réduire leur levier d'endettement et assainir leurs bilans.

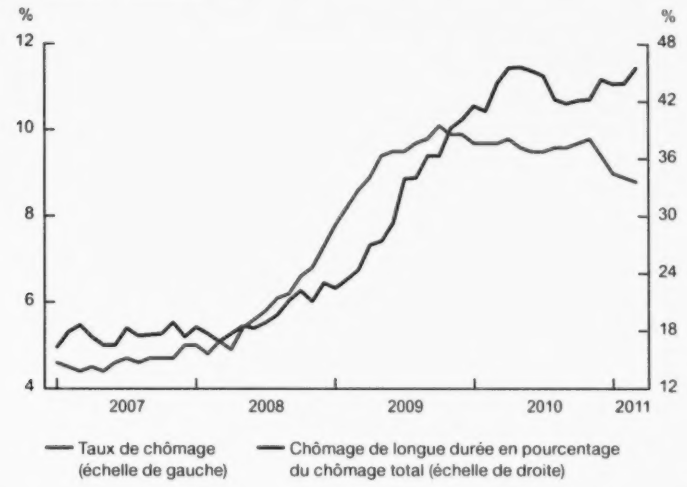
Le marché du logement aux États-Unis est confronté à des difficultés aiguës. La demande demeure très faible, étant restreinte par la morosité du marché du travail et par la vive incertitude entourant les prix futurs de l'immobilier. Le secteur de la construction non résidentielle a aussi été atone.

La progression de l'activité économique aux États-Unis a été favorisée par la forte expansion continue des investissements en machines et matériel et par une remontée des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels ont été soutenus par la situation financière solide des entreprises et par l'amélioration des conditions de financement sur le marché, alors que la vigueur des exportations s'explique par le redressement de la demande mondiale, une dépréciation du dollar américain et une croissance robuste de la productivité.

Dans la zone euro, le PIB réel a progressé à un rythme modeste au quatrième trimestre de 2010 en raison du mauvais temps qui a perturbé les activités dans le secteur de la construction. Les indicateurs pour le premier trimestre laissent entrevoir un redressement de la croissance, particulièrement dans

Graphique 2 : Le chômage de longue durée demeure élevé aux États-Unis

Données mensuelles

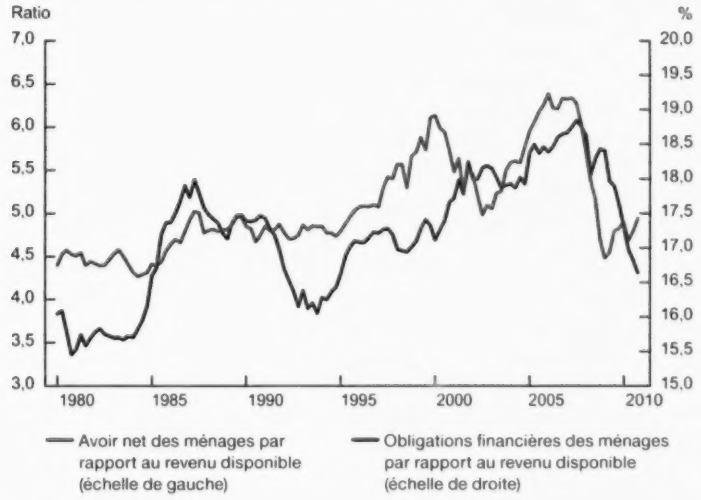


Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis

Dernière observation : mars 2011

Graphique 3 : La situation financière des ménages aux États-Unis s'est améliorée

Données trimestrielles



Source : Réserve fédérale des États-Unis

Dernière observation : 2010T4

les économies du cœur de l'Europe, qui tient au raffermissement de la demande intérieure et à la poursuite du vif essor des exportations. Les facteurs économiques fondamentaux dans les pays périphériques sont toujours beaucoup plus faibles que dans les économies du cœur de l'Europe, étant donné l'effet modérateur plus marqué exercé par les mesures d'austérité budgétaire et les préoccupations persistantes entourant les niveaux d'endettement des pays souverains et la situation financière des banques. En Allemagne, le taux de chômage se situe à son niveau le plus bas enregistré au cours des deux dernières décennies, alors qu'en Espagne et en Grèce, il atteint ou frôle des sommets historiques.

Les facteurs économiques fondamentaux dans les pays périphériques de la zone euro sont toujours beaucoup plus faibles que dans les économies du cœur de l'Europe.

Au Japon, le PIB réel a reculé au quatrième trimestre de 2010, en partie à cause du retrait des incitatifs fiscaux. La croissance avait repris pendant les

Note technique 1

Séisme au Japon

Le séisme qui a frappé la côte nord-est du Japon le 11 mars 2011 a provoqué un tsunami, qui a laissé derrière lui des milliers de morts et de personnes grièvement blessées et causé des dégâts sans précédent aux maisons et infrastructures. D'autre part, les pannes de courant, les perturbations dans les transports et les fuites radioactives de la centrale nucléaire de Fukushima-Daiichi ont eu une incidence désastreuse sur l'économie de la région ainsi que des répercussions importantes dans le reste du pays.

On estime actuellement que le coût des dommages matériels pourrait être de l'ordre de 4 à 6 % du PIB du Japon. L'ampleur de la deuxième vague d'effets économiques est par contre beaucoup plus difficile à quantifier. Des incertitudes subsistent. En premier lieu, la perte des capacités de production électrique a conduit à la mise en œuvre de délestages alternés à travers l'archipel. D'après les estimations, plusieurs mois pourraient s'écouler avant un rétablissement complet de l'alimentation en énergie, ce qui aurait d'ici là des conséquences néfastes pour les secteurs industriels et les ménages. Ensuite, certaines usines situées dans la région atteinte par le tremblement de terre fabriquent des composants spécialisés tels que des pièces automobiles, de l'équipement électronique ou du matériel de télécommunication. En l'absence d'autres sources sûres d'approvisionnement, la production ou les ventes à l'étranger subiront peut-être des contrecoups, vu l'imbrication des chaînes d'approvisionnement internationales. Enfin, la situation à la centrale nucléaire reste précaire.

La Banque du Japon a injecté d'énormes liquidités afin de soutenir le fonctionnement du système financier après le séisme et a annoncé des mesures d'assouplissement monétaire supplémentaires pour un montant total de 22 billions de yens, soit à peu près 5 % du PIB du pays. De nouvelles initiatives budgétaires stimuleront l'économie et financeront la reconstruction. En outre, à la demande des autorités nippones, les pays du G7 sont intervenus de concert sur le marché des changes, le 18 mars, pour réagir aux mouvements désordonnés du yen ainsi qu'à une volatilité excessive, et prévenir des conséquences négatives sur la stabilité économique et financière. Les conditions financières se sont depuis lors stabilisées.

La catastrophe sur l'archipel nippon touche d'autres économies par le biais des liens commerciaux et financiers, de même que par ses effets sur les prix des matières premières. Le Japon est la troisième économie du monde[1]. Depuis le tremblement de terre, des fabricants automobiles au Canada (et ailleurs) ont du mal à s'approvisionner et ont réduit la production et les heures de travail dans les usines de montage[2]. Ces difficultés devraient réduire le rythme d'expansion de l'économie canadienne d'environ un demi-point de pourcentage au deuxième trimestre, mais l'activité perdue sera probablement récupérée dans les trimestres qui suivront (**Tableau 3**). À plus long terme, les efforts de reconstruction, une fois lancés, stimuleront la croissance au Japon et la demande mondiale de produits de base. La Banque est donc d'avis que les incidences du séisme sur l'économie mondiale seront plutôt limitées pour l'ensemble de l'année.

De grandes incertitudes demeurent tout de même. La perturbation des chaînes d'approvisionnement internationales pourrait s'avérer plus grave que ne le laissent présager les premières estimations si les coupures d'électricité persistent ou si des retards survenant dans la réparation des infrastructures du pays pèsent sur les échanges mondiaux. La Banque suivra de près la situation ces prochains mois.

1 Le Japon représente environ 6 % de l'économie du globe.

2 Par exemple, le 30 mars dernier, Honda a annoncé qu'elle ferait passer sa production quotidienne au Canada de quelque 700 véhicules à 300 véhicules pour s'adapter à la pénurie de pièces en provenance du Japon.

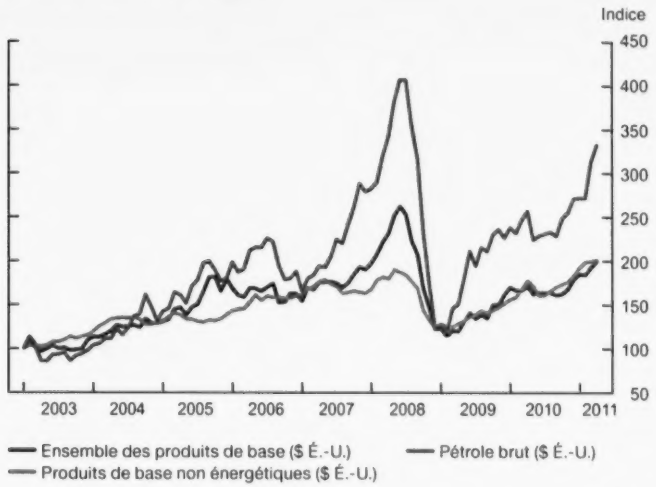
En Chine, l'expansion économique a continué de dépasser les attentes.

deux premiers mois de 2011, avant que les perturbations provoquées par les récents événements n'entraînent des pertes de production massives, qui perdureront dans les prochains trimestres (**Note technique 1**).

En Chine, l'expansion économique a continué de dépasser les attentes et des signes de surchauffe se manifestent. Les pressions inflationnistes s'intensifient, les investissements dans l'immobilier sont inhabituellement élevés et les

Graphique 4 : Les cours mondiaux des produits de base sont élevés

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour avril 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 8 avril 2011.
Source : Banque du Canada

Dernière observation : avril 2011

appréhensions à l'égard de la hausse des prix des propriétés et de la liquidité excessive grandissent. Les autorités ont pris des mesures additionnelles au cours des trois derniers mois afin de tenter d'éliminer ces pressions sur les prix. Elles ont augmenté le taux des réserves obligatoires des institutions financières de 100 points de base au total, l'amenant à 20 % pour les grandes institutions, et ont relevé le taux de référence des dépôts à un an de 50 points de base pour le porter à 3,25 %[1]. Toutefois, avec un taux d'inflation avoisinant 5 % en glissement annuel, les taux d'intérêt réels en Chine sont toujours négatifs. Le crédit s'accroît à un taux annualisé de près de 20 %.

Les prix de 18 des 23 principales composantes de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada sont supérieurs à leurs moyennes de longue période en termes réels.

Les cours des produits de base à l'échelle mondiale sont élevés, propulsés par une demande vigoureuse et une série de chocs d'offre (**Graphique 4**). Les prix de 18 des 23 principales composantes de l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada sont supérieurs à leurs moyennes de longue période en termes réels. Les cours du pétrole brut ont bondi sous l'effet des troubles en Afrique du Nord et au Moyen-Orient et les prix de nombreux produits non énergétiques ont atteint des niveaux records. Le gros de la demande accrue de produits énergétiques ces dernières années émane des économies émergentes, surtout celles d'Asie (**Graphique 5** et **Graphique 6**). Les prix des produits agricoles ont également été poussés à la hausse par la forte demande en provenance des pays émergents d'Asie et, plus récemment, par des conditions climatiques défavorables qui les ont portés à de nouveaux sommets. Les cours des métaux avoisinent également des sommets inégalés, sous l'influence de la demande robuste de la Chine et du manque de capacités de production dans l'industrie de l'extraction minière à l'échelle du globe[2].

1 À la fin de janvier, les autorités chinoises ont aussi annoncé une troisième série de mesures de restriction visant le secteur de l'immobilier.

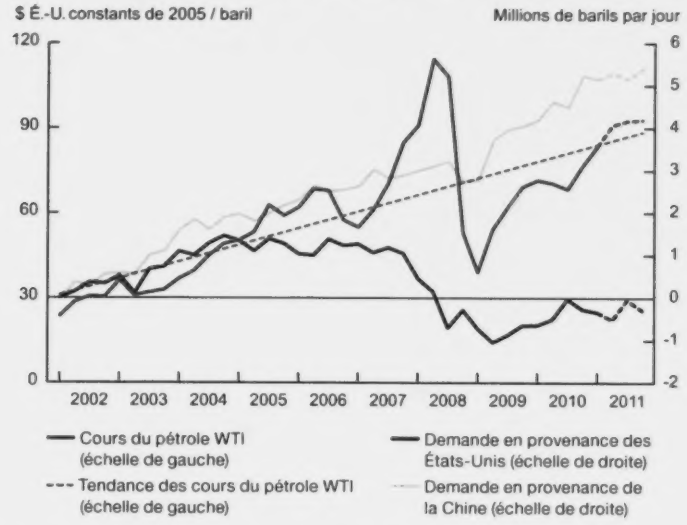
2 Les prix de certaines matières premières produites au Canada n'ont pas crû si fortement. Les cours du gaz naturel, qui sont déterminés sur le marché régional nord-américain plutôt que sur le marché mondial, ont reculé de quelque 10 % depuis la parution du *Rapport* de janvier, ce qui annule en partie la vive augmentation temporaire des derniers mois provoquée par des froids inhabituels pour la saison.

Les économies émergentes ont vu les pressions inflationnistes se développer particulièrement rapidement.

La montée des cours des produits de base a fait augmenter l'inflation globale dans les pays avancés et émergents (**Graphique 7**). Ces effets devraient persister en 2011. Les économies émergentes ont vu les pressions inflationnistes se développer particulièrement rapidement en raison de la proportion importante de produits alimentaires dans le panier de leur IPC, de leurs processus de production à forte intensité énergétique et, plus généralement,

Graphique 5 : La demande en provenance de la Chine a une incidence marquée sur les prix du pétrole

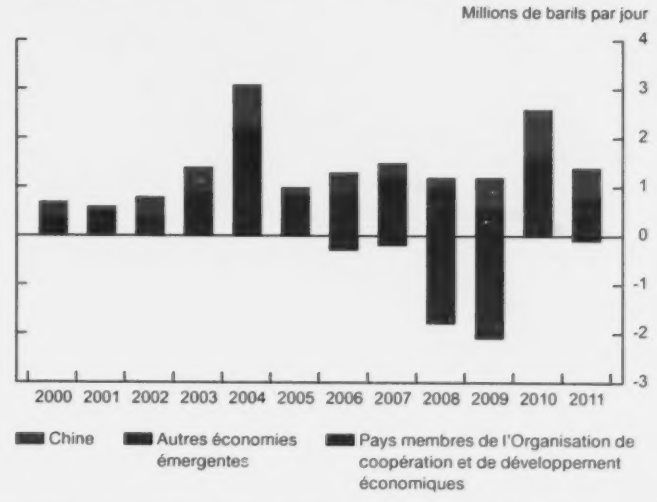
Demande cumulative de pétrole depuis 2002, données trimestrielles



Sources : Agence internationale de l'énergie, Fonds monétaire international et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Graphique 6 : Les économies émergentes tirent la croissance de la demande mondiale de pétrole

Contributions à la croissance de la demande mondiale de pétrole, données annuelles



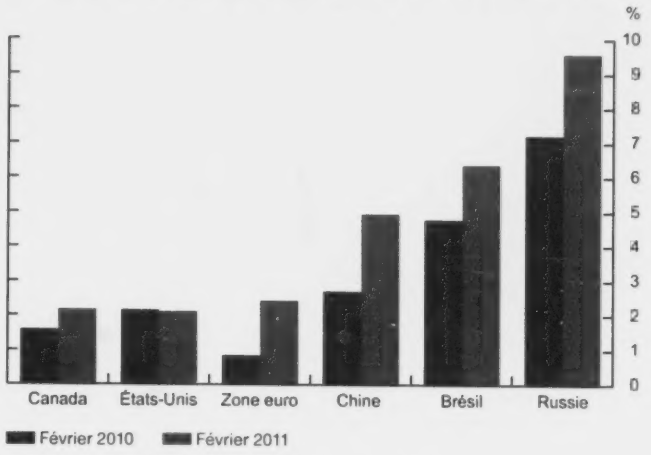
Nota : Les données pour 2011 reflètent les prévisions de l'Agence internationale de l'énergie. Les membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques sont des pays avancés.
Source : Agence internationale de l'énergie

de la demande excédentaire observée[3]. Même si les autorités de nombreux pays émergents ont réagi en relevant les taux d'intérêt et en appliquant d'autres mesures restrictives, la politique monétaire de beaucoup de ces pays demeure très expansionniste. Dans la plupart des économies avancées, les taux directeurs se situent toujours à leurs creux historiques ou près de ceux-ci, à cause de l'offre excédentaire et des tensions inflationnistes

La politique monétaire de nombreux pays émergents demeure très expansionniste.

Graphique 7 : La montée des cours des matières premières exerce des pressions à la hausse sur l'inflation globale

Taux de variation en glissement annuel de l'IPC global, données mensuelles

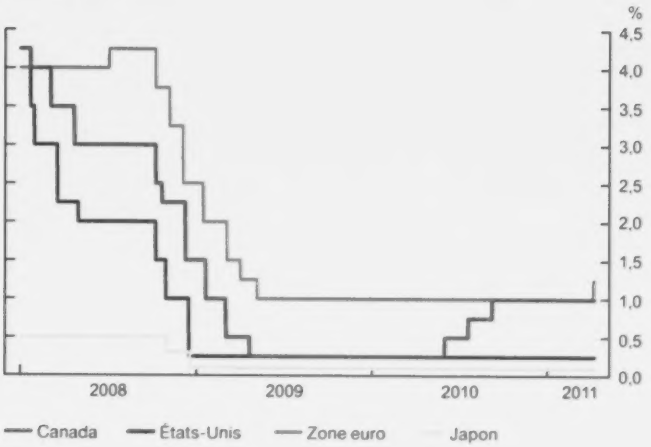


Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Banque populaire de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistiques et Service fédéral des statistiques d'État de Russie (ex-Goskomstat)

Dernière observation : février 2011

Graphique 8 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques ou les avoisinent dans la plupart des économies avancées

Données quotidiennes



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.
Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 8 avril 2011

3 La proportion de produits alimentaires dans le panier de l'IPC est de 17 % au Canada, de 14 % aux États-Unis, de 23 % dans la zone euro, de 30 % au Mexique, de 32 % en Chine et de 38 % en Russie.

sous-jacentes modérées (**Graphique 8**). Toutefois, étant donné les répercussions du renchérissement des produits de base, les autorités de certains pays avancés sont maintenant confrontées au défi posé par la montée de l'inflation globale à un moment où les taux de chômage restent élevés et où les capacités inutilisées persistent.

L'évolution des marchés financiers mondiaux

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont toujours très favorables.

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont toujours très favorables, même si la volatilité s'est accrue récemment. Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées n'ont guère varié par rapport aux niveaux auxquels ils s'établissaient lors de la parution du *Rapport* de janvier et restent très bas en regard du passé (**Graphique 9**). Les inquiétudes entourant les répercussions possibles des tensions grandissantes en Afrique du Nord et au Moyen-Orient ainsi que l'incidence du tremblement de terre et de la crise nucléaire au Japon ont été compensées par un optimisme accru quant aux perspectives de croissance dans le monde et par l'amélioration de la confiance des investisseurs. Cependant, les préoccupations persistent quant aux niveaux d'endettement élevés de certains pays souverains d'Europe et à l'état de leurs secteurs bancaires. On observe une différenciation croissante sur les marchés européens des titres d'emprunt, puisque dans les faits on en interdit l'accès à certains emprunteurs (**Graphique 10**). Jusqu'à maintenant, il y a eu peu de retombées dans d'autres pays d'Europe.

Les marchés du crédit aux entreprises dans les économies avancées continuent à afficher une forte demande, les écarts de crédit se rétrécissant davantage et l'émission d'obligations de sociétés atteignant de nouveaux sommets. Les taux d'intérêt sur les obligations de sociétés à rendement élevé émises en dollars É.-U. se situent actuellement à un plancher historique, du fait de la demande robuste et d'un renforcement de l'appétit des investisseurs pour le risque (**Graphique 11**). Les cours des actions ont aussi grimpé dans les pays avancés depuis la publication du *Rapport* de janvier et, dans certains cas, ils ont dépassé des sommets antérieurs, mais ils n'ont pratiquement pas bougé dans les économies émergentes.

Graphique 9 : Les rendements des obligations d'État des grandes économies avancées n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport* de janvier

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes

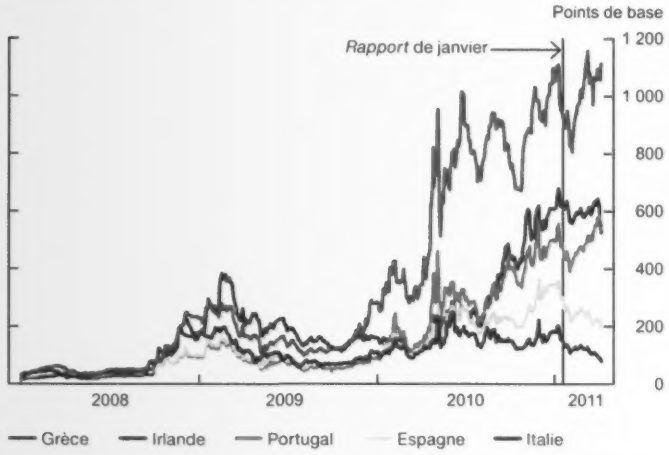
Source : Bloomberg

Dernière observation : 8 avril 2011

La monnaie de bon nombre de pays émergents a subi de fortes pressions à la hausse en raison du dynamisme de leur économie et de la présence d'écarts positifs entre leurs taux d'intérêt par rapport aux économies avancées. L'ajustement des taux de change réels qui s'impose est toutefois retardé par le recours croissant aux interventions et aux restrictions sur les mouvements de capitaux.

Graphique 10 : On observe une différenciation croissante sur les marchés européens des titres d'emprunteurs souverains

Écarts sur les swaps sur défaillance à cinq ans relatifs aux titres d'emprunteurs souverains, données quotidiennes

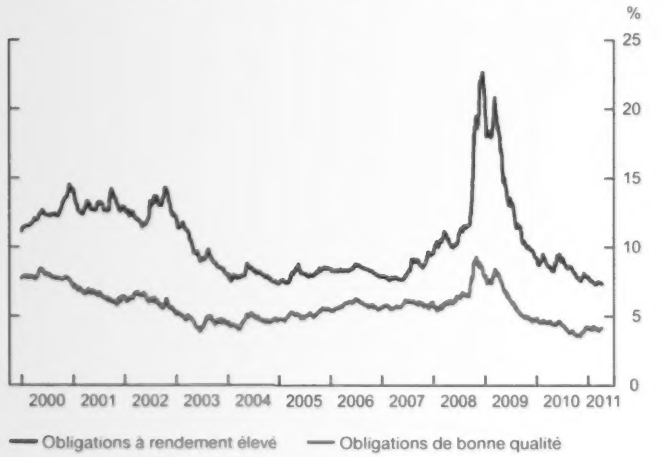


Source : Markit

Dernière observation : 8 avril 2011

Graphique 11 : Les rendements des obligations de sociétés sont à des niveaux historiquement bas, du fait de la vigueur soutenue de la demande des investisseurs

Rendements des obligations de sociétés émises en $ É.-U., données quotidiennes



Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 8 avril 2011

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme soutenu d'ici la fin de 2013.

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme soutenu d'ici la fin de 2013, essentiellement comme prévu dans le *Rapport* de janvier (**Tableau 1**)[4]. On s'attend à ce que la demande intérieure privée dans les économies avancées enregistre une croissance plus généralisée au cours de la période projetée. La demande robuste des économies émergentes favorise la vigueur sous-jacente des cours des produits de base, laquelle est amplifiée par les chocs d'offre découlant de l'évolution récente de la situation géopolitique. Ces augmentations de prix, conjuguées à la demande excédentaire persistante dans les grandes économies émergentes, contribuent à l'apparition de pressions inflationnistes plus généralisées dans le monde.

Le PIB réel américain devrait croître d'environ 3 % jusqu'à la fin de 2013.

Le PIB réel américain devrait croître d'environ 3 % jusqu'à la fin de 2013, affichant ainsi un profil de croissance légèrement inférieur à celui postulé dans le *Rapport* de janvier. Un raffermissement et un élargissement progressifs de la demande privée devraient soutenir l'expansion économique aux États-Unis durant la période de projection. Le renchérissement de l'énergie devrait atténuer légèrement le rythme de progression des dépenses des ménages. La politique budgétaire restera un important moteur de la croissance en 2011, mais elle aura un effet modérateur, au total, en 2012 lorsque l'assainissement des finances publiques se concrétisera.

Une amélioration graduelle des conditions sur les marchés du travail devrait favoriser la progression de la consommation aux États-Unis pendant la période projetée, même si cette progression devrait être freinée par la hausse des prix du pétrole et la reconstitution des bilans des ménages qui est en cours. Les réductions d'impôt temporaires annoncées à la fin de l'année dernière vont aussi stimuler fortement la consommation en 2011.

Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient s'accroître solidement jusqu'à la fin de 2013, à la faveur du faible coût du capital, de la bonne santé financière des entreprises et de l'amélioration globale de la conjoncture économique. Par contraste, on n'anticipe qu'un redressement modeste des mises en chantier dans les secteurs résidentiel et non résidentiel au cours de la période de projection.

Outre la reprise soutenue de la demande privée, les exportations nettes devraient alimenter de plus en plus la croissance économique aux États-Unis durant la période projetée, grâce à la vigueur de la demande extérieure de biens et de services américains.

Dans la zone euro, le taux d'accroissement du PIB réel devrait avoisiner 1,8 % tout au long de 2011 et de 2012.

Dans la zone euro, le taux d'accroissement du PIB réel devrait avoisiner 1,8 % en moyenne annuelle tout au long de 2011 et de 2012. La Banque prévoit que la progression de la demande intérieure sera bridée par les effets de l'assainissement budgétaire, les préoccupations persistantes à propos des finances publiques des pays périphériques et le renchérissement du pétrole. Toutefois, les exportations nettes devraient contribuer grandement à la croissance de l'activité, sous l'impulsion de la demande robuste en Chine et chez d'autres partenaires commerciaux. En 2013, le PIB réel devrait grimper de 2,3 %, alors que l'effet négatif important des mesures d'austérité budgétaire commencera à se résorber.

La croissance au Japon devrait ralentir de façon marquée en 2011.

La croissance au Japon devrait ralentir de façon marquée en 2011, par suite du retrait des mesures de relance budgétaire, de l'appréciation antérieure du yen et du recul de la production découlant des dommages causés par le

4 Comme il est d'usage dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la période de projection a été prolongée d'une année, soit jusqu'en 2013 dans ce cas-ci.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	20	2,9 *(2,9)*	3,0 *(3,3)*	3,2 *(3,2)*	3,3
Zone euro	15	1,7 *(1,7)*	1,8 *(1,5)*	1,7 *(1,5)*	2,3
Japon[c]	6	4,0 *(4,3)*	0,8 *(1,4)*	2,6 *(2,1)*	2,5
Chine	13	10,3 *(10,4)*	9,3 *(9,3)*	8,6 *(8,8)*	8,1
Autres pays	46	5,5 *(5,7)*	4,3 *(4,0)*	3,8 *(3,8)*	3,6
Ensemble du monde	**100**	**4,9 *(5,0)***	**4,1 *(4,0)***	**3,9 *(3,9)***	**3,9**

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2009. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*. Source : Banque du Canada.

c. Le taux de croissance du PIB japonais pour 2010 est plus faible que celui projeté dans le *Rapport* de janvier en raison de révisions apportées aux données relatives aux trois premiers trimestres de l'année en question.

tremblement de terre. Dans ses plus récentes projections, la Banque a révisé à la baisse le taux d'expansion de l'économie japonaise pour 2011, établissant celui-ci à 0,8 %. En 2012 et en 2013, la croissance devrait reprendre, à la faveur des efforts de reconstruction et du raffermissement graduel de la demande privée, soutenu par l'amélioration des conditions sur le marché du travail.

En Chine, la poursuite du resserrement monétaire et du crédit ainsi que la hausse des prix des produits de base ralentiront vraisemblablement le rythme d'expansion d'ici la fin de 2013. La Banque prévoit un faible déplacement de la demande intérieure allant de l'investissement vers la consommation, facilité par l'adoption de nouvelles mesures de politique structurelle qui devraient amoindrir la nécessité d'accumuler une épargne de précaution[5]. Elle s'attend à ce que le rythme de progression des exportations nettes diminue au cours de la période de projection en raison de l'appréciation du taux de change réel effectif de la monnaie chinoise.

La croissance au sein des autres économies émergentes devrait aussi ralentir jusqu'à la fin de 2013, compte tenu de la légère modération de l'activité en Chine, du retrait des stimulants budgétaires mis en place durant la récession, du resserrement de la politique monétaire en réponse à la montée des tensions inflationnistes et de la modeste appréciation prévue de leurs taux de change réels.

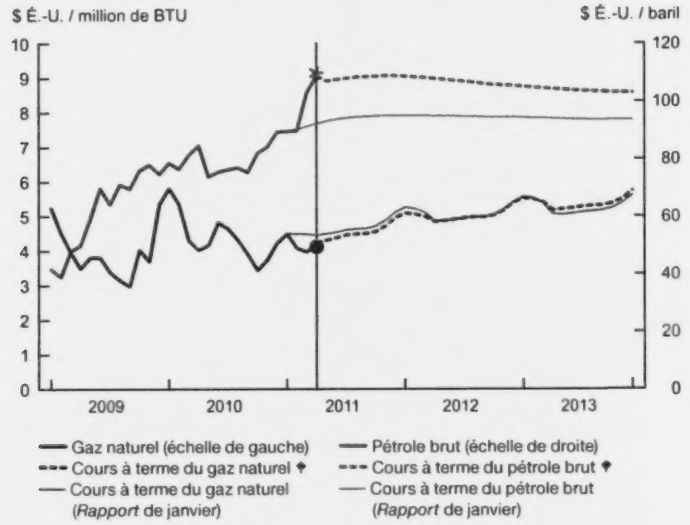
L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada devrait rester supérieur aux niveaux escomptés dans le Rapport *de janvier.*

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada devrait rester supérieur aux niveaux escomptés dans le *Rapport* de janvier, à cause de la poussée des prix du pétrole et des produits de base non énergétiques. Selon les courbes les plus récentes des cours à terme, les prix du pétrole West Texas Intermediate (WTI) devraient se maintenir aux alentours de 103 à 109 dollars É.-U. (**Graphique 12**). Les prix du gaz naturel, comme l'illustre la courbe la plus récente des cours à terme, devraient augmenter modestement sous l'effet d'un déplacement de la demande du pétrole vers d'autres sources d'énergie. Durant la période projetée, ces prix devraient toutefois demeurer à un bas niveau, comparativement à leur relation passée avec les prix du pétrole, car l'offre excédentaire attribuable à l'exploitation du gaz de schiste

5 Dans le Rapport d'activité du gouvernement chinois de 2011, les autorités du pays indiquent qu'elles augmenteront considérablement leurs dépenses au titre du logement public, des soins de santé publics, de la réforme de l'éducation et de la sécurité sociale.

Graphique 12 : Les prix du pétrole ne devraient pas beaucoup varier, mais ceux du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2013

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (8 avril 2011)
• Cours au comptant du gaz naturel (8 avril 2011)
♦ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 8 avril 2011

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour avril 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 8 avril 2011.
Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

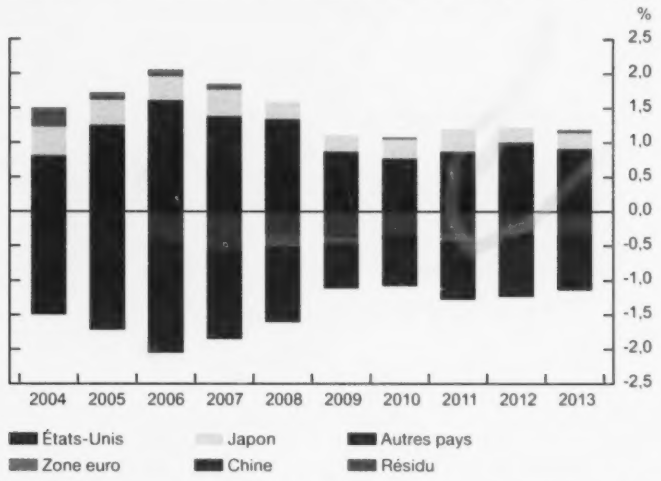
contribue à limiter l'augmentation des prix. Les cours des produits de base non énergétiques devraient monter quelque peu jusqu'à la fin de 2011, ce qui tient aux effets persistants du resserrement de l'offre sur les prix des métaux et des produits agricoles. Par la suite, ils devraient se replier en raison d'une hausse graduelle de la production de métaux, d'un retour à la normale des récoltes et d'une certaine décélération de la demande en provenance des économies émergentes.

Le scénario de référence de la Banque donne à penser que les importants déséquilibres mondiaux perdureront jusqu'à la fin de 2013.

Le scénario de référence de la Banque donne à penser que les importants déséquilibres mondiaux perdureront jusqu'à la fin de 2013 (**Graphique 13**). Même si les mesures prises par les autorités de certains pays émergents pour limiter l'appréciation de leurs taux de change nominaux retarderont la résolution de ces déséquilibres, la montée des taux d'inflation dans certains de ces pays pousse à la hausse leurs taux de change réels (**Graphique 14**). Aux États-Unis, l'assainissement anticipé des finances publiques devrait se traduire par une augmentation de l'épargne nationale, mais l'incidence négative du renchérissement du pétrole sur les termes de l'échange devrait retarder le redressement du compte courant. Par contraste, les prix élevés des produits de base devraient renforcer les comptes courants des pays producteurs de matières premières, qui collectivement affichent déjà un compte courant nettement excédentaire.

Graphique 13 : Les déséquilibres mondiaux devraient demeurer considérables jusqu'en 2013

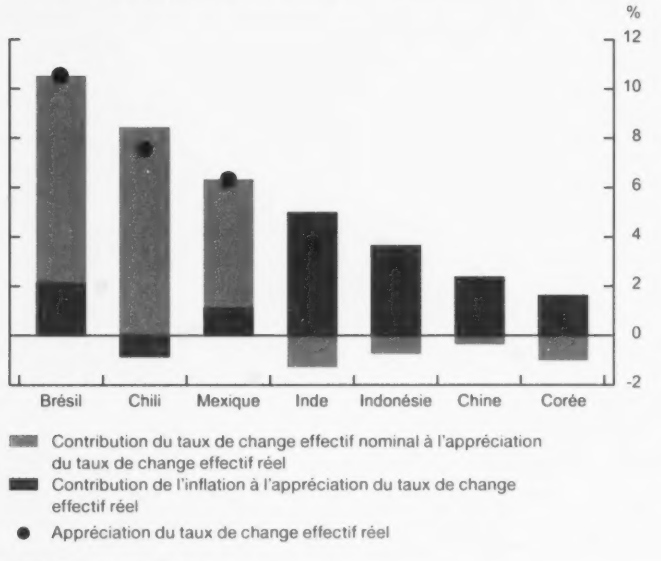
Solde de la balance courante en pourcentage du PIB mondial, données annuelles



Nota : Le résidu correspond à l'erreur statistique et a été maintenu à sa dernière valeur historique tout au long de la période de projection.
Sources : Fonds monétaire international et projections de la Banque du Canada

Graphique 14 : La hausse des taux d'inflation dans certaines économies d'Asie contribue à l'appréciation de leurs taux de change effectifs réels

Taux de variation de février 2010 à février 2011



Source : Banque des Règlements Internationaux

L'économie canadienne

L'activité économique au Canada a été plus forte au cours des derniers trimestres que la Banque ne l'avait prévu dans le *Rapport* de janvier. Le rythme de croissance devrait être plus modeste dans la période à venir, compte tenu des grandes forces économiques évoquées en janvier. Le rééquilibrage attendu de la demande globale au Canada s'est amorcé, l'investissement progressant à un rythme vigoureux et la contribution des dépenses publiques à la croissance étant appelée à disparaître progressivement. Les dépenses des ménages ont affiché un dynamisme plus important qu'escompté ces derniers trimestres. La Banque reste d'avis que l'expansion de la consommation et de l'investissement résidentiel se tassera durant la période de projection, bien que les effets favorables du renforcement des termes de l'échange sur les revenus et sur la richesse laissent entrevoir un profil d'évolution légèrement plus solide que celui qui avait d'abord été envisagé. L'amélioration des exportations nettes anticipée en janvier s'est produite plus rapidement que prévu, mais toute nouvelle hausse sera probablement limitée du fait de la vigueur persistante du dollar canadien et du profil de croissance de l'économie américaine un peu plus modeste que projeté.

L'activité économique au Canada a été plus forte au cours des derniers trimestres que la Banque ne l'avait prévu dans le Rapport *de janvier.*

Le rééquilibrage attendu de la demande globale au Canada s'est amorcé.

Même si l'inflation sous-jacente est modérée, un certain nombre de facteurs temporaires feront grimper l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la cible de 2 % au milieu de 2012. Cette volatilité à court terme tient à l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues dernièrement, ainsi qu'aux changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, qui continuent à pousser l'inflation à la hausse. L'inflation mesurée par l'indice de référence a continué à reculer ces derniers mois, en partie sous l'effet de facteurs transitoires. On s'attend à ce qu'elle remonte graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe lentement, que la progression de la rémunération du travail demeure modeste, que la productivité s'améliore et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions à la baisse additionnelles sur l'inflation, en raison des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.

La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face.

L'évolution récente

L'activité économique

Le PIB réel du Canada a crû à un taux annualisé de 3,3 % au quatrième trimestre de 2010 et, selon les estimations, son rythme d'expansion se serait encore accéléré pour atteindre 4,2 % au premier trimestre de 2011.

Cette remontée s'est avérée plus forte qu'on ne l'envisageait en janvier, en raison du raffermissement des exportations et de la consommation. La progression des cours des produits de base s'est traduite par une nette amélioration des termes de l'échange du Canada, ce qui a donné lieu à un vif regain de croissance du revenu intérieur brut réel (**Graphique 15** et **Note technique 2**).

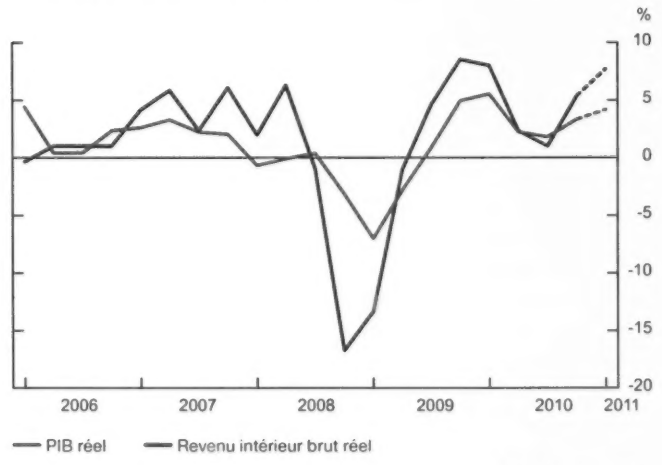
L'évolution des dépenses des ménages s'est rapprochée de celle de leurs revenus.

L'évolution des dépenses des ménages s'est rapprochée de celle de leurs revenus. Au quatrième trimestre, la croissance rapide de la consommation concordait avec la hausse marquée du revenu disponible (**Graphique 16**), et le taux d'épargne est ainsi resté essentiellement le même, à 4,0 %. Si l'expansion vigoureuse du revenu disponible observée au dernier trimestre de 2010 a été favorisée par l'amélioration du marché du travail, elle a aussi été stimulée, de façon temporaire, par les transferts publics associés à l'entrée en vigueur antérieure de la taxe de vente harmonisée (TVH) en Ontario. La Banque estime qu'au premier trimestre, la croissance de la consommation a ralenti parallèlement à celle des revenus, qui s'est modérée, bien que les deux continuent d'être soutenues par la bonification des termes de l'échange et les gains enregistrés au chapitre de l'avoir net des ménages. Dans ce contexte, l'investissement résidentiel s'est maintenu à un niveau élevé ces derniers trimestres, quoique la reprise estimée de l'activité au premier trimestre puisse s'expliquer en partie par un devancement des dépenses lié aux modifications apportées aux règles relatives à l'assurance hypothécaire[6].

Les investissements fixes des entreprises ont continué de croître à un rythme robuste au cours des derniers trimestres, sous l'impulsion surtout de l'activité dans le secteur primaire. Le niveau estimé des investissements des entreprises au premier trimestre est néanmoins demeuré bien en deçà du sommet atteint avant la récession (**Graphique 17**).

Graphique 15 : La croissance du revenu intérieur brut réel au Canada a récemment dépassé nettement celle du PIB réel en raison de gains importants au chapitre des termes de l'échange

Taux de croissance trimestriel annualisé



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2011 sont des estimations de la Banque du Canada.
Source : Statistique Canada

6 Le 18 mars 2011, la période maximale d'amortissement des nouveaux prêts hypothécaires assurés garantis par l'État et dont le ratio prêt-valeur est supérieur à 80 % est passée de 35 à 30 ans. De plus, le montant maximal pouvant être emprunté lors du refinancement d'un prêt hypothécaire est passé de 90 à 85 % de la valeur de l'habitation. Enfin, le 18 avril 2011, l'État cessera d'offrir une garantie d'assurance dans le cas des lignes de crédit garanties par l'habitation telles que les lignes de crédit hypothécaires.

Note technique 2

L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne

De fortes hausses persistantes des prix réels des produits de base énergétiques et non énergétiques peuvent se répercuter de façon importante sur l'économie canadienne[1]. L'ampleur de leur incidence et leurs implications pour la conduite de la politique monétaire dépendent de la nature précise de leurs causes[2].

Il existe plusieurs canaux par lesquels les prix des produits de base peuvent influer sur l'évolution de l'activité économique et de l'inflation au Canada (**Tableau 2-A**).

Le canal direct de l'IPC : Les produits de base font partie du panier de consommation au Canada. Leur renchérissement a donc une incidence directe sur certaines composantes de l'IPC comme l'essence, le mazout, le gaz naturel, les aliments et les transports. Étant donné que l'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC, dont plusieurs sont très influencées par les fluctuations des prix des matières premières, une hausse de ces prix touche davantage l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence (**Tableau 2-B**)[3]. Toutefois, l'effet attendu peut mettre du temps à se manifester (**Graphique 2-A**), et les entreprises peuvent aussi choisir d'absorber une partie de la majoration des coûts en comprimant leurs marges bénéficiaires[4,5].

Le canal des termes de l'échange : Comme le Canada est un exportateur net de matières premières, une montée de leurs prix entraîne un relèvement des prix des exportations par rapport à ceux des importations. Il en résulte une amélioration des termes de l'échange, de sorte que la capacité des Canadiens d'acheter des biens et services étrangers, mesurée par le revenu intérieur brut (RIB) réel, s'accroît (**Graphique 2-B**). L'augmentation du revenu réel provoque en outre une hausse des dépenses en biens et services produits au pays.

Le canal des coûts de production : Un renchérissement des matières premières élève les coûts de production partout où ces dernières sont un intrant, ce qui peut réduire le niveau potentiel de l'activité dans l'économie et accentuer les pressions inflationnistes.

Le canal de l'offre de produits de base : Une hausse des prix des produits de base accroît la rentabilité du secteur des matières premières. Cela stimule alors la production dans le secteur et y fait augmenter l'emploi, le capital et les salaires.

Tableau 2-A : L'incidence d'un renchérissement des produits de base sur l'économie canadienne dépend de sa source

	PIB réel		Inflation	
Canaux	*Choc d'offre de produits de base*	*Choc de demande de produits de base*	*Choc d'offre de produits de base*	*Choc de demande de produits de base*
Canal direct de l'IPC	—		↗	
Termes de l'échange	↗		↗	
Coûts de production	↘		↗	
Offre de produits de base	↗		↗	
Demande étrangère	↘	↗	↘	↗
Incidence totale	—	↗	↗	↗

Tableau 2-B : Les composantes aliments et énergie de l'IPC

	Poids dans l'IPC global	Poids dans l'indice de référence[a]
Aliments	17,0	17,6
Énergie	9,4	3,3
Autres biens	27,5	31,6
Autres services[b]	46,1	47,5
Total	100,0	100,0

a. L'indice de référence comprend tous les aliments sauf les fruits et légumes. Il inclut un seul produit énergétique : l'électricité.
b. Les repas pris au restaurant sont classés parmi les services.

(suite à la page suivante)

1 Le secteur des produits de base compte directement pour environ 7 % du PIB du Canada.

2 Un certain nombre d'articles parus ces dernières années dans la *Revue de la Banque du Canada* ont analysé l'incidence des prix des matières premières sur l'économie. Lire par exemple M. Francis, « L'ajustement à l'envolée des prix des produits de base : l'expérience vécue par quatre pays industrialisés » (automne 2008); D. Dupuis et P. Marcil, « Les effets des récents mouvements des prix relatifs sur l'économie canadienne » (automne 2008); et G. Stuber, « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation » (été 2001).

3 Contrairement à la mesure de l'inflation fondamentale utilisée aux États-Unis et dans d'autres pays, la mesure retenue au Canada (l'« indice de référence ») inclut la plupart des aliments.

4 Les décalages avec lesquels les mouvements des prix des produits de base font sentir leurs effets sur les composantes de l'IPC s'expliquent par la présence de contrats à long terme et de coûts d'ajustement.

5 L'évolution des prix des produits de base peut aussi avoir des effets de seconde vague sur les salaires et les autres prix si les attentes d'inflation se renforcent. On a cependant observé peu de traces de tels effets au Canada ces vingt dernières années, car les attentes d'inflation sont restées bien arrimées à la cible de 2 %.

Note technique 2 (*suite*)

L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne

Le régime de changes flottants du Canada permet d'amortir les pressions inflationnistes issues de ces canaux. Le dollar canadien s'apprécie d'ordinaire en réponse à une montée des prix des produits de base, ce qui a pour effet d'abaisser les prix des importations et de contenir l'inflation de façon plus générale.

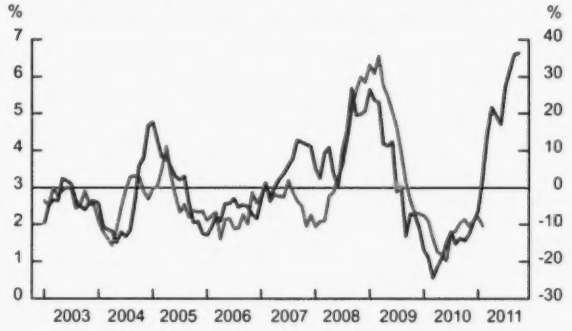
Il existe un dernier canal, celui de la **demande étrangère**. Son rôle est déterminant puisque son action peut contrebalancer ou au contraire amplifier celle des autres canaux, selon les facteurs à l'origine de l'ascension des prix des produits de base. Les augmentations qui sont attribuables à la spéculation ou à des perturbations de l'offre (associées à des phénomènes géopolitiques ou à des conditions météorologiques extrêmes, par exemple) poussent les coûts mondiaux de production à la hausse. Comme les principaux partenaires commerciaux du Canada sont des importateurs nets de matières premières, la baisse de leur niveau d'activité déprimera la demande d'exportations canadiennes hors produits de base. Si, à l'opposé, le renchérissement des matières premières résulte d'une intensification de l'activité mondiale qui renforce également leur demande, l'économie canadienne en retirera des avantages additionnels, car la demande d'exportations canadiennes hors produits de base progressera elle aussi.

Les décideurs publics peuvent faire abstraction des chocs d'offre de courte durée et des poussées spéculatives. Par contre, lorsque l'augmentation des prix des matières premières tient à une hausse de la demande mondiale, l'effet net sur le PIB réel du Canada sera bénéfique, et l'incidence sur le taux d'inflation sera généralement plus prononcée. Et plus les exportations du Canada hors produits de base vers les pays responsables de l'essor de la demande mondiale seront élevées, plus cette incidence sera grande.

Bien que l'offre ait récemment été perturbée en raison des désordres géopolitiques et des désastres naturels, et malgré les tensions spéculatives qui à l'occasion ont accentué les mouvements de prix dus aux facteurs fondamentaux, la Banque est d'avis qu'une hausse marquée et soutenue de la demande imputable à une croissance rapide dans les pays émergents est le principal moteur de la dernière envolée des prix des matières premières. Néanmoins, comme seulement 10 % des exportations canadiennes sont destinées aux marchés émergents, les niveaux d'activité au pays ne profiteront vraisemblablement pas autant de la situation que lors des booms précédents causés essentiellement par l'expansion de l'économie américaine.

Graphique 2-A : On s'attend à ce que la vive hausse des prix mondiaux des aliments bruts se répercute avec un certain décalage sur la composante aliments de l'IPC

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

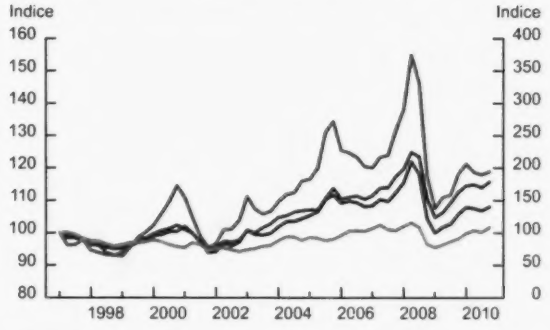


— Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : produits agricoles (échelle de droite; prix exprimés en $ CAN et avancés de sept mois)
— IPC : aliments hors fruits et légumes (échelle de gauche)

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 2-B : L'évolution des termes de l'échange du Canada a suivi de près celle des cours mondiaux des produits de base

Base 100 de l'indice : 1997T1, données trimestrielles



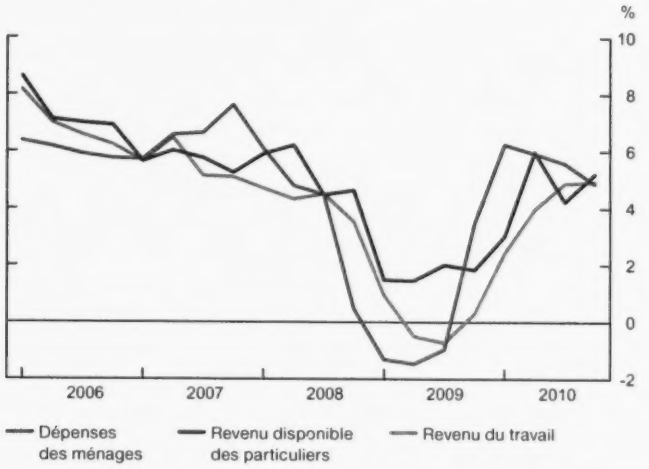
— Termes de l'échange (échelle de gauche)
— Produits de base énergétiques ($ É.-U.) (échelle de droite)
— Ensemble des produits de base ($ É.-U.) (échelle de droite)
— Produits de base non énergétiques ($ É.-U.) (échelle de droite)

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T4

Graphique 16 : Le rythme de progression des dépenses des ménages s'est rapproché davantage de celui de leurs revenus

Taux de variation en glissement annuel

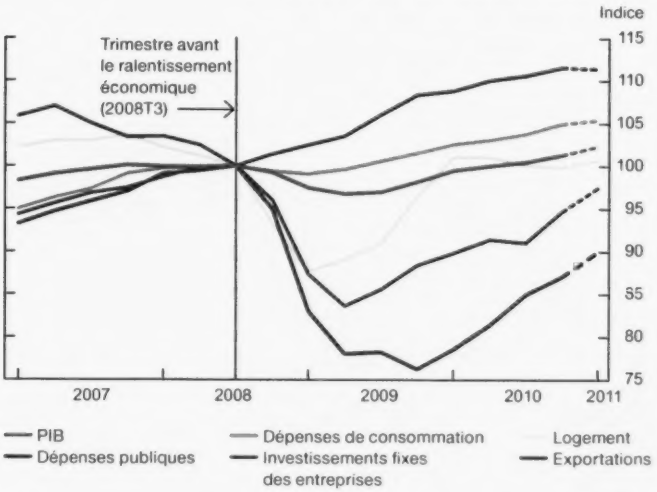


Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T4

Graphique 17 : Malgré la vive croissance observée ces derniers trimestres, les investissements des entreprises demeurent bien en deçà du sommet atteint avant la récession

Base 100 de l'indice : 2008T3, en dollars enchaînés de 2002, données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2011 sont des estimations de la Banque du Canada.
Sources : Statistique Canada

Si l'apport des exportations nettes à la croissance au quatrième trimestre s'est révélé plus important qu'on ne le prévoyait en janvier, cette évolution faisait suite à une période de contributions négatives continuellement élevées s'étalant sur une bonne partie de 2009 et de 2010, et les premières observations laissent entrevoir une nouvelle contribution négative au premier trimestre de 2011. Le redressement des exportations au quatrième trimestre a été induit par la hausse des exportations de matières premières, qui tient notamment à des facteurs ponctuels tels que la relance et l'expansion de la capacité pipelinière. Bien que les exportations de produits manufacturés comme les véhicules automobiles aient augmenté plus récemment,

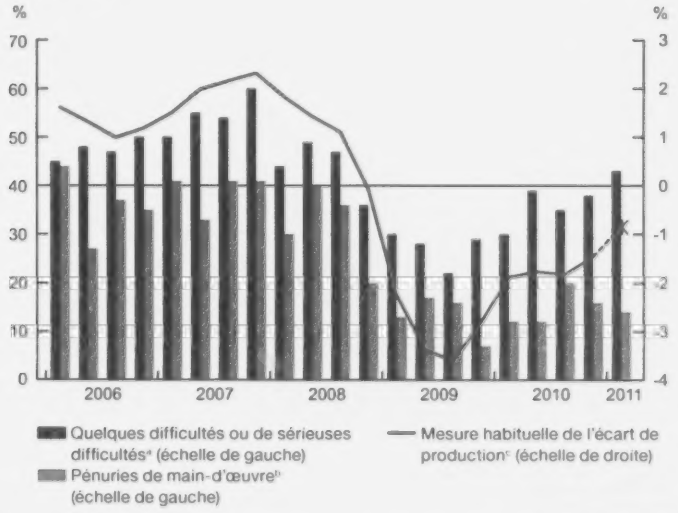
Le redressement des exportations au quatrième trimestre a été induit par la hausse des exportations de matières premières, qui tient notamment à des facteurs ponctuels.

les perturbations de l'offre survenues après le séisme au Japon devraient réduire la croissance de l'économie canadienne au deuxième trimestre d'environ un demi-point de pourcentage, et cette activité perdue devrait être récupérée aux trimestres suivants (**Note technique 1**). La croissance des importations s'est montrée volatile, en raison principalement des fluctuations des investissements en stocks, qui, après s'être contractés abruptement au quatrième trimestre de 2010, semblent s'être normalisés au premier trimestre.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production révèlent l'existence d'une offre excédentaire persistante au sein de l'économie canadienne. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production indique que la marge de capacités excédentaires s'est resserrée au premier trimestre de 2011, pour se situer à quelque -0,9 % (**Graphique 18**). Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus au printemps (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) laissent entrevoir une marge de ressources inutilisées de moindre ampleur, la proportion de firmes qui considèrent qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande étant revenue à sa moyenne historique. Le pourcentage d'entreprises ayant déclaré être aux prises avec des pénuries de main-d'œuvre reste toutefois bien en deçà du niveau moyen de l'enquête. Cette situation cadre avec le taux de chômage relativement élevé et le faible nombre moyen d'heures travaillées par semaine, et implique une persistance de l'offre excédentaire sur le marché du travail (**Graphique 19**).

Graphique 18 : L'économie canadienne continue d'afficher une offre excédentaire notable

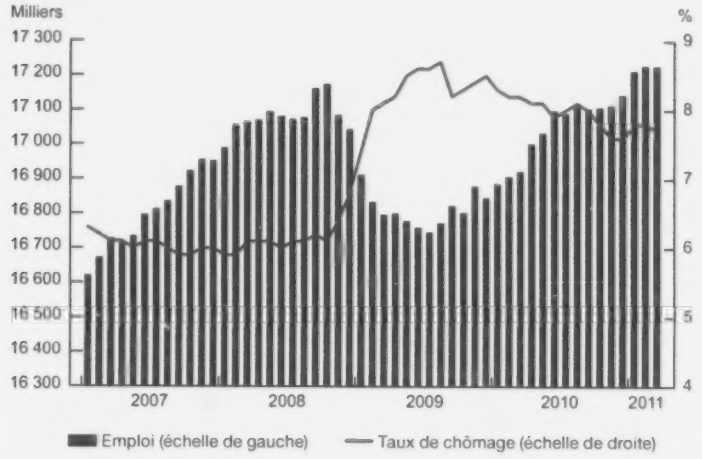


a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2011 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 4,2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2011T1

Graphique 19 : Malgré la reprise de l'emploi, le taux de chômage reste élevé

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : mars 2011

Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie a continué d'afficher une marge de capacités inutilisées notable au premier trimestre de 2011 et qu'elle tournait à environ 1 % en deçà de son plein potentiel, ce qui représente un écart inférieur à ce que la Banque avait projeté en janvier.

Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie a continué d'afficher une marge de capacités inutilisées notable au premier trimestre de 2011.

L'inflation et la cible de 2 %

Ainsi qu'on s'y attendait, l'inflation mesurée par l'indice de référence a encore fléchi ces derniers mois (**Graphique 20**). Un certain nombre de facteurs temporaires sont venus tempérer le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence, notamment les effets des majorations inhabituellement élevées des prix des véhicules automobiles et de l'hébergement hôtelier enregistrées il y a un an (associées, dans ce dernier cas, à la tenue des Jeux olympiques de Vancouver), ainsi que les récents rabais accordés sur les prix de l'électricité en Ontario. De plus, il semble qu'une partie des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH ait été répercutée sur les prix à la consommation, abaissant ainsi l'inflation mesurée par l'indice de référence d'environ 0,3 point de pourcentage, conformément à ce qu'avait projeté la Banque. Si l'on fait abstraction de ces facteurs, l'inflation sous-jacente est demeurée globalement stable, s'établissant légèrement au-dessus de 1 1/2 %, en raison de l'offre excédentaire persistante au sein de l'économie, ainsi que de la croissance modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre (**Graphique 21**) et de la hausse du dollar canadien.

L'inflation sous-jacente est demeurée globalement stable, s'établissant légèrement au-dessus de 1 1/2 %.

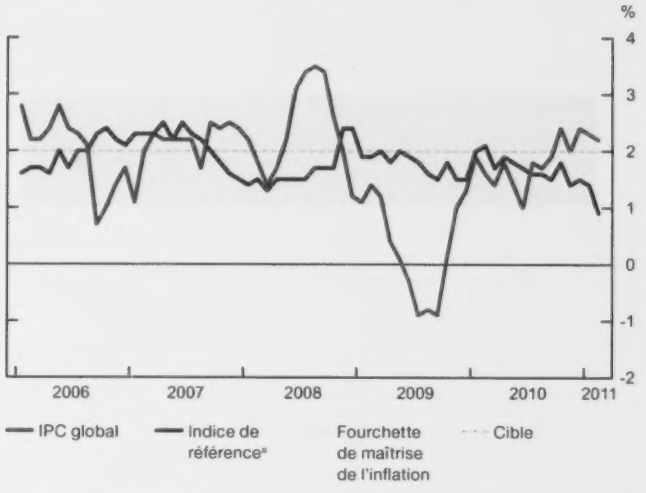
L'inflation mesurée par l'IPC global s'est située en moyenne à 2,3 % en janvier et février, ce qui correspond à son niveau moyen au quatrième trimestre de 2010. Les effets de l'augmentation des prix mondiaux de l'énergie et des autres produits de base sur l'inflation au Canada ont été atténués par l'appréciation du dollar canadien. L'effet direct de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces qui sont entrées en vigueur depuis juillet 2010 continue également de pousser à la hausse le taux de variation sur douze mois de l'IPC global.

Les mesures des attentes d'inflation à court terme se sont élevées légèrement ces derniers mois, par suite de la montée observée des cours des produits de base, alors que celles des attentes d'inflation à long terme n'ont

La Banque estime que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %.

Graphique 20 : L'inflation mesurée par l'indice de référence demeure modérée, alors que des facteurs temporaires ont fait monter l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



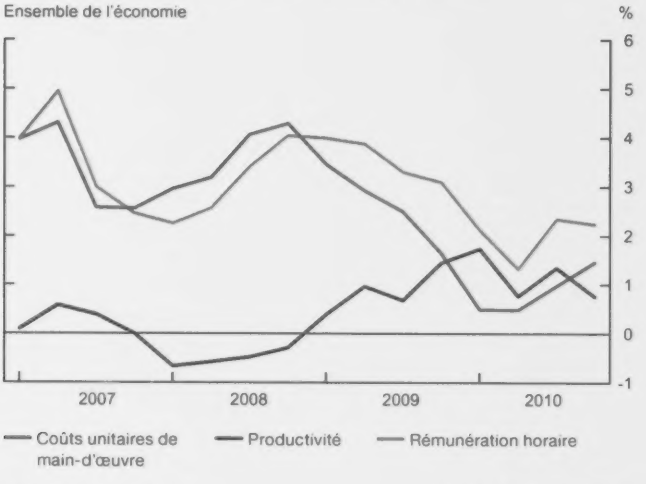
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

Dernière observation : février 2011

Graphique 21 : En dépit d'un regain récent, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a été modérée au cours de la dernière année

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T4

guère varié. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en avril, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait atteindre 2,4 % en 2011 et se situer très près de la cible en 2012 (2,1 %). Les résultats de l'enquête du printemps de la Banque sur les perspectives des entreprises montrent que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %, une majorité de firmes estimant maintenant que l'inflation s'établira dans la moitié supérieure de cette fourchette, ce qui cadre avec la hausse rapide qu'ont connue récemment les cours des produits de base.

Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent de concorder avec la cible de 2 %. Dans l'ensemble, la Banque estime que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %.

Les conditions financières au Canada

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantageuses.

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantageuses, et fournissent un soutien continu important à la reprise économique. Malgré une augmentation modeste dans la dernière année, les coûts d'emprunt effectifs des ménages et des entreprises demeurent très bas en regard du passé (**Graphique 22**). La croissance de l'ensemble des prêts octroyés au secteur privé a récemment dépassé quelque peu sa moyenne historique, en raison d'une reprise marquée de l'expansion des crédits aux entreprises (**Graphique 23**).

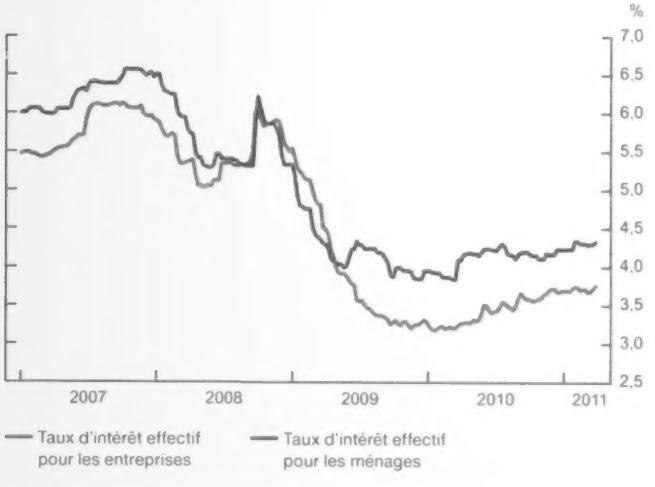
Les coûts d'emprunt effectifs favorables des ménages sont soutenus par le bas niveau persistant des coûts de financement des banques. Après un certain ralentissement en 2010, on a noté au cours des derniers mois une remontée de la croissance des crédits aux ménages, du fait notamment de l'activité accrue sur le marché de la revente de maisons.

La demande d'actifs risqués de la part des investisseurs est vigoureuse.

En plus de pouvoir profiter de coûts d'emprunt effectifs très bas, les entreprises canadiennes ont vu leur accès au financement continuer de s'améliorer dans les derniers mois. D'après l'enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit au premier trimestre de 2011 (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) l'intensification de la concurrence que se livrent les établissements de prêt entre eux et de celle exercée par les marchés de capitaux, conjuguée au raffermissement des perspectives économiques, a été à l'origine d'un nouvel assouplissement des conditions de crédit pour un plus grand nombre de catégories d'emprunteurs (**Graphique 24**). Les résultats de la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises semblent aussi indiquer que les conditions de crédit se sont encore relâchées ces derniers mois. La demande d'actifs risqués de la part des investisseurs est

Graphique 22 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



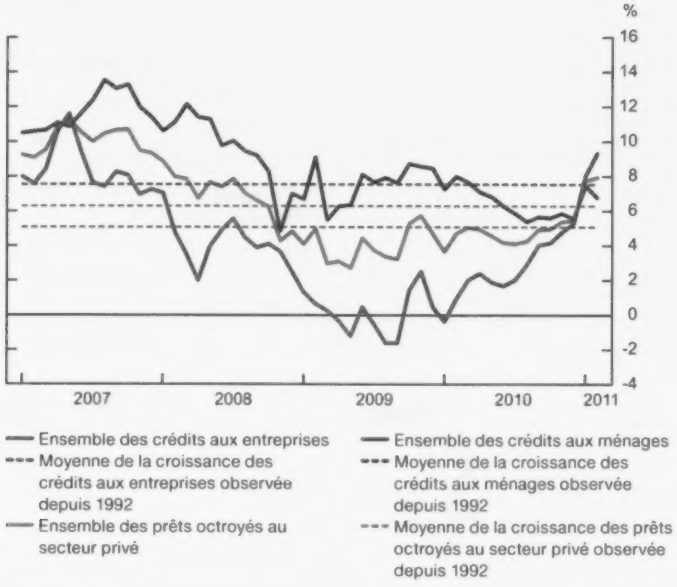
Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.
Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 8 avril 2011

vigoureuse, ce qui reflète l'amélioration de l'économie mondiale attendue de même que les faibles rendements des obligations d'État. Ainsi, les écarts de crédit sont demeurés restreints, les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont été élevés et l'indice composite S&P/TSX s'est redressé encore davantage. À la faveur des conditions de financement avantageuses et de la

Graphique 23 : La croissance du crédit aux entreprises s'accélère nettement

Taux de variation sur trois mois annualisé

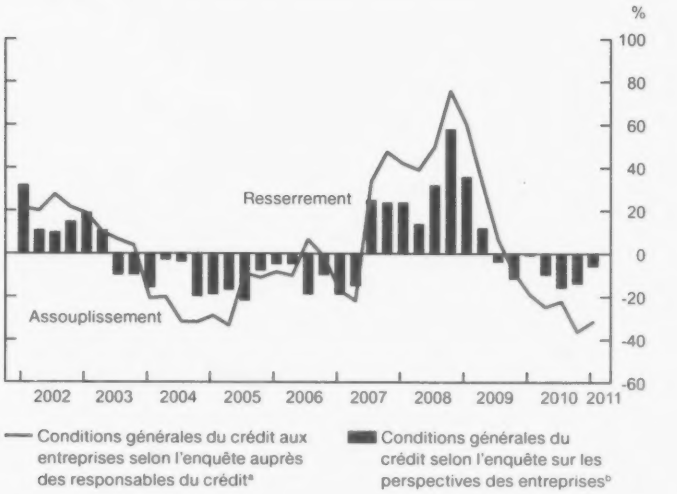


Source : Banque du Canada

Dernière observation : février 2011

Graphique 24 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au premier trimestre de 2011

Solde des opinions



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T1

reprise robuste des investissements des entreprises, l'expansion globale du crédit à ces dernières a connu une hausse sensible au cours des derniers mois.

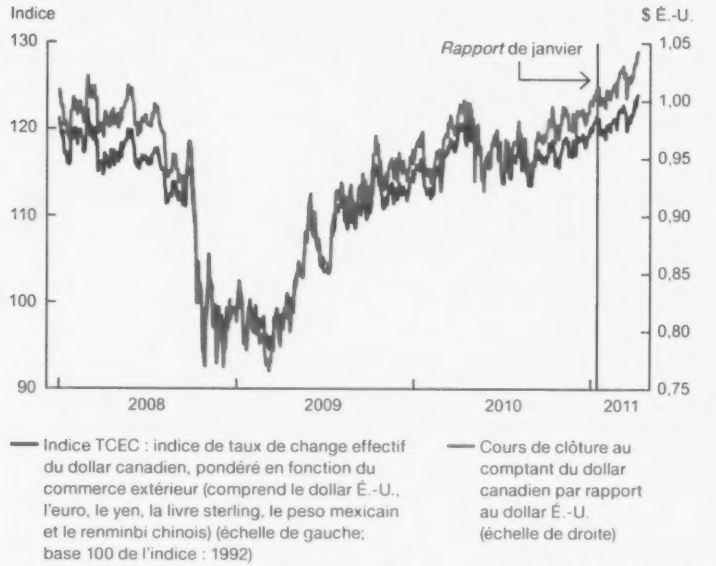
Comparativement à la cadence inhabituellement rapide enregistrée entre la fin de 2008 et le début de 2010, la progression des agrégats monétaires au sens étroit a été modérée ces derniers mois, ce qui cadre avec la préférence moins marquée des ménages et des entreprises pour la liquidité. La croissance de l'agrégat au sens large M2++ reste au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 103 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de mars, ce qui représente une hausse par rapport au chiffre de 100 cents É.-U. postulé dans le *Rapport* de janvier. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien s'est apprécié dans une proportion similaire (**Graphique 25**).

Graphique 25 : Le dollar canadien a continué de s'apprécier depuis la parution du *Rapport* de janvier

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 8 avril 2011

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 103 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; une vigueur persistante des prix des produits de base non énergétiques; des conditions de crédit favorables à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

La croissance économique plus vigoureuse enregistrée ces derniers trimestres devrait céder le pas à un rythme d'expansion plus modéré.

La Banque s'attend à ce que la demande globale au Canada continue de se déplacer des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes durant la période de projection (**Graphique 26**). La croissance économique plus vigoureuse enregistrée ces derniers trimestres devrait céder le pas à un rythme d'expansion plus modéré, le redressement particulièrement vif des exportations observé récemment ayant peu de chances de durer compte tenu des défis qui continueront de se poser sur le plan de la compétitivité, dont les vents contraires attribuables à la vigueur persistante du dollar canadien, et de la nature ponctuelle de certains facteurs à l'origine de ce redressement (**Tableau 2** et **Graphique 27**). L'élan plus soutenu que prévu qu'ont connu récemment les dépenses des ménages devrait toutefois en partie se maintenir, sous l'effet notamment du renforcement des termes de l'échange.

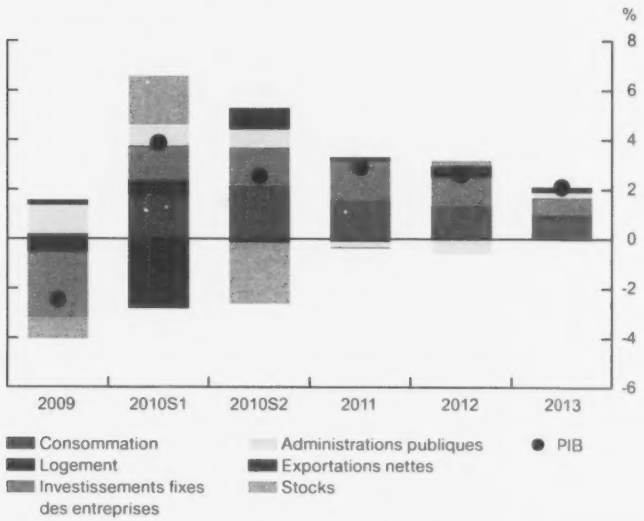
Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,9 % en 2011 et de 2,6 % en 2012, tandis qu'en 2013, on s'attend à ce qu'il augmente au même rythme que la production potentielle, soit 2,1 %, et que l'économie tourne alors à plein régime. Ce profil de croissance implique un niveau d'activité légèrement plus élevé tout au long de la période de projection à moyen terme, la Banque prévoyant maintenant que l'économie retrouvera son plein potentiel au milieu de 2012 environ, soit deux trimestres plus tôt qu'elle ne l'envisageait dans le *Rapport* de janvier.

L'amélioration des termes de l'échange devrait avoir un effet stimulant sur les revenus des ménages.

Comme en janvier, la Banque est d'avis que, sur la période de projection, la croissance des dépenses de consommation évoluera généralement de pair avec celle du revenu disponible des particuliers; le taux d'épargne restera ainsi relativement stable, à un bas niveau, et le ratio de la dette au revenu

Graphique 26 : La demande au Canada devrait reposer de plus en plus sur les investissements des entreprises et les exportations nettes, et de moins en moins sur les dépenses des administrations publiques et des ménages

Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage



Nota : Les contributions pour chacun des semestres de 2010 sont calculées à partir de la moyenne des contributions trimestrielles.
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

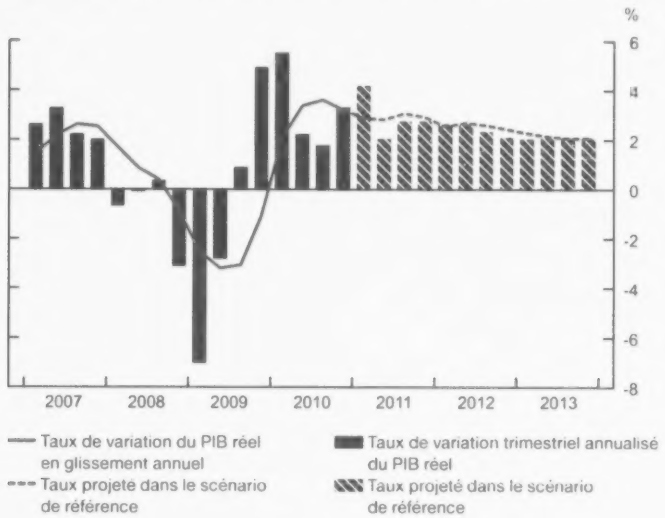
des ménages continuera d'avoisiner des sommets inégalés (**Graphique 28**). L'expansion du revenu disponible devrait se modérer en raison du retrait des stimulants budgétaires, des restrictions touchant la rémunération annoncées auparavant par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées. L'amélioration des termes de l'échange devrait avoir un effet stimulant quelque peu compensatoire sur les revenus des ménages pendant la période visée, et elle a entraîné une augmentation de la richesse de ces derniers. Ces facteurs favorables devraient se traduire par un profil des dépenses de consommation légèrement plus vigoureux qu'anticipé en janvier, mais leur incidence sera probablement limitée du fait que la situation financière des ménages reste difficile et que la consommation ne sera vraisemblablement pas stimulée par des gains au chapitre du prix des maisons.

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a]

	2010	2011	2012	2013
Consommation	2,0 *(1,9)*	1,6 *(1,4)*	1,4 *(1,2)*	0,9
Logement	0,7 *(0,7)*	-0,1 *(-0,1)*	0,0 *(0,0)*	0,1
Administrations publiques	1,3 *(1,0)*	-0,2 *(0,0)*	-0,6 *(-0,5)*	0,2
Investissements fixes des entreprises	0,6 *(0,6)*	1,6 *(1,1)*	1,1 *(1,2)*	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	4,6 *(4,2)*	2,9 *(2,4)*	1,9 *(1,9)*	1,9
Exportations	1,8 *(1,9)*	2,5 *(1,8)*	1,2 *(1,9)*	1,2
Importations	-4,0 *(-4,2)*	-2,4 *(-1,7)*	-0,7 *(-1,2)*	-1,0
Total partiel : exportations nettes	-2,2 *(-2,3)*	0,1 *(0,1)*	0,5 *(0,7)*	0,2
Stocks	0,7 *(1,0)*	-0,1 *(-0,1)*	0,2 *(0,2)*	0,0
PIB	**3,1** *(2,9)*	**2,9** *(2,4)*	**2,6** *(2,8)*	**2,1**
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 *(1,6)*	1,8 *(1,8)*	2,0 *(2,0)*	2,1
Revenu intérieur brut réel	4,9 *(4,8)*	4,7 *(3,4)*	3,1 *(3,2)*	1,9

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2010.

Graphique 27 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

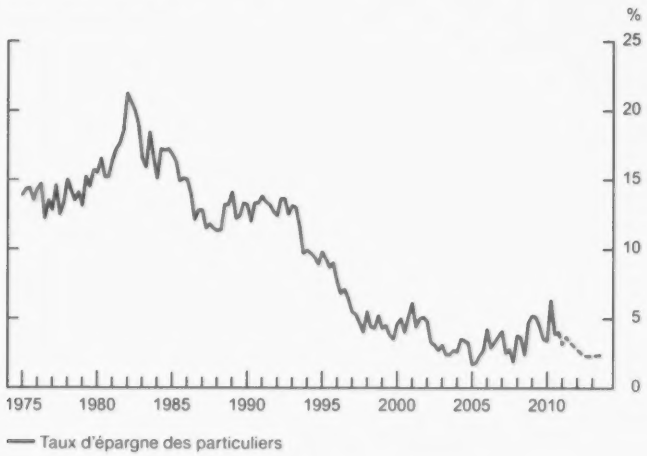
Il demeure peu probable que l'investissement résidentiel contribue à la croissance de l'ensemble du PIB au cours de la période de projection.

Dans ce contexte, et étant donné la réduction prévue de l'accessibilité à la propriété, il demeure peu probable que l'investissement résidentiel contribue à la croissance de l'ensemble du PIB au cours de la période de projection. Par conséquent, la Banque estime toujours que la part des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel dans l'économie ira en diminuant vers sa moyenne historique (**Graphique 29**).

Dans son scénario de référence, la Banque continue de tabler sur le fait que la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel deviendra négative pendant la période 2011-2012, ce qui cadre avec le retrait des mesures de relance budgétaire annoncé précédemment. La révision des chiffres des comptes nationaux a révélé que la part des dépenses effectuées en 2010 au titre des mesures de relance semble plus élevée qu'escompté, ce

Graphique 28 : Le taux d'épargne des particuliers au Canada devrait demeurer près des creux historiques

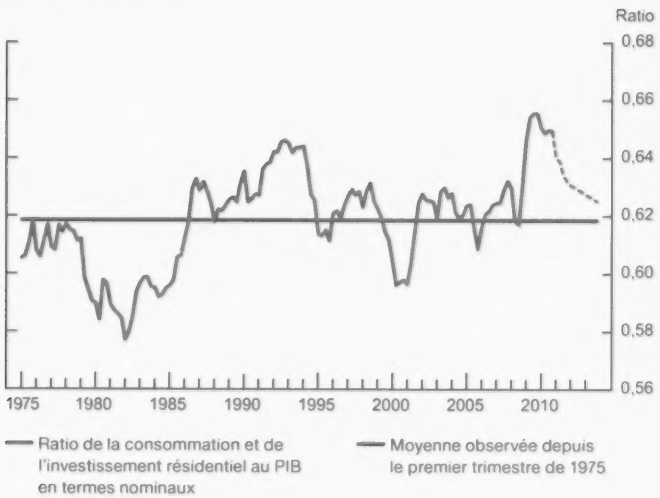
Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 29 : Les dépenses des ménages en proportion du PIB devraient reculer pour tendre vers leur moyenne historique

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

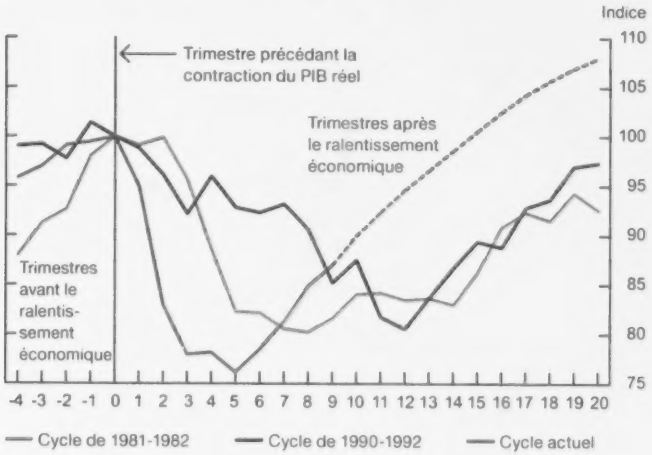
qui accroît la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB en 2010 et en amoindrit proportionnellement la contribution prévue pour 2011.

Les investissements fixes des entreprises devraient continuer d'augmenter rapidement durant la période de projection à la faveur de la résorption du déclin inhabituellement marqué enregistré au cours de la récession (**Graphique 30**). Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes (**Graphique 31**), les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base et l'appréciation du dollar

Les investissements fixes des entreprises devraient continuer d'augmenter rapidement.

Graphique 30 : La croissance des investissements fixes des entreprises canadiennes devrait se poursuivre au rythme robuste observé dernièrement

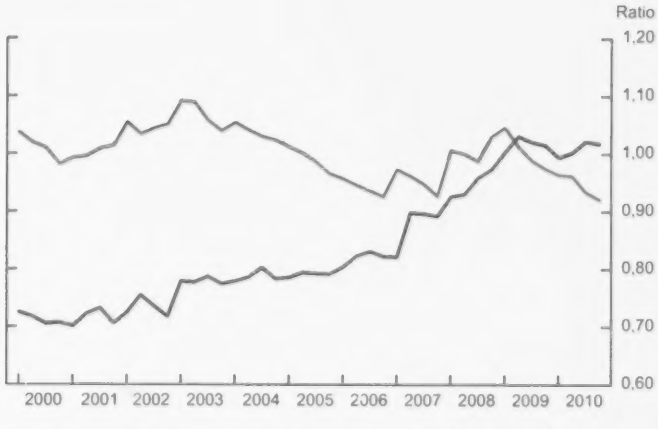
Évolution comparative des investissements fixes des entreprises canadiennes, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 31 : Vu leurs hauts niveaux de liquidités et leurs faibles ratios d'endettement, les entreprises non financières sont bien placées pour investir

Données trimestrielles



a. Le ratio de liquidité relative est égal au quotient obtenu en divisant l'actif à court terme, diminué des stocks, par le passif à court terme.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T4

canadien, de même que l'incitation à accroître la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. L'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises a également fait ressortir des niveaux continuellement élevés dans les intentions d'investissement ces derniers trimestres. En outre, les plus récents résultats de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement des secteurs public et privé laissent entrevoir un certain raffermissement de l'expansion des investissements des entreprises en 2011. À la lumière de tous ces facteurs, on s'attend maintenant à ce que le relèvement des dépenses en capital à court terme soit légèrement plus robuste que prévu antérieurement.

La Banque s'attend encore à ce que la reprise des exportations soit modérée par rapport aux taux enregistrés lors de reprises mondiales passées, le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien intensifiant les défis qui se posent depuis longtemps sur le plan de la compétitivité.

La Banque continue d'anticiper une amélioration des exportations nettes sur la période de projection en raison, d'une part, de la remontée et de l'expansion des exportations liées au redressement de la demande extérieure et, d'autre part, d'un rythme de croissance des importations moins rapide qu'auparavant, associé à une progression ralentie de la demande intérieure. Toutefois, la Banque s'attend encore à ce que la reprise des exportations soit modérée par rapport aux taux enregistrés lors de reprises mondiales passées, le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien intensifiant les défis qui se posent depuis longtemps sur le plan de la compétitivité. Ces forces devraient par ailleurs stimuler les importations comparativement à la demande intérieure, et la vive expansion des investissements des entreprises devrait avoir un effet similaire vu leur contenu élevé en importations. Les exportations nettes devraient par conséquent contribuer positivement à la croissance, quoique de façon modeste, au cours de la période de projection. Le dynamisme des exportations nettes demeurera sensible aux mouvements de change et à la remontée attendue de la croissance de la productivité, en plus d'être influencé par les perspectives d'évolution de la demande extérieure.

La projection en matière d'inflation

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera graduellement jusqu'à 2 %.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera graduellement jusqu'à 2 %, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement et les attentes d'inflation demeurant solidement ancrées (**Tableau 3** et **Graphique 32**). Comme en janvier, cette augmentation rend compte de la disparition des facteurs passagers qui brident actuellement l'augmentation de l'indice de référence, notamment les effets des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH qui ont été répercutés sur les prix. La progression modeste de la rémunération du travail qui est en cours, conjuguée à l'amélioration de la productivité, devrait continuer d'atténuer les pressions inflationnistes, qui seront en outre limitées par la valeur plus élevée postulée pour le dollar canadien.

Si l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement plus basse que prévu ces derniers mois, elle devrait revenir à 2 % un peu plus rapidement qu'on ne l'anticipait en janvier. Cela tient à la marge de capacités inutilisées légèrement moins importante au sein de l'économie canadienne sur la période de projection, ainsi qu'aux fortes hausses des prix des produits de base agricoles observées ces derniers mois, qui devraient entraîner un renchérissement des aliments un peu plus marqué que prévu.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge avec l'inflation mesurée par l'indice de référence à la cible de 2 % au milieu de 2012.

La Banque projette que le rythme d'accroissement de l'IPC global culminera à 3 % environ (sur une base mensuelle) au deuxième trimestre de 2011, en raison de l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues récemment et du relèvement anticipé de l'inflation mesurée par l'indice de référence, ainsi que de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces, qui poussent l'inflation à

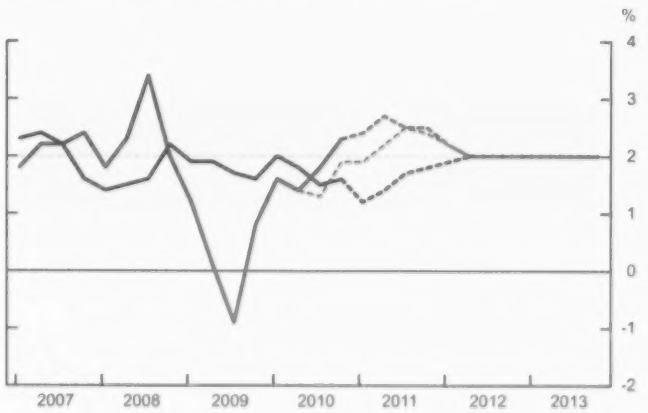
Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

	2010	2011				2012				2013			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,3 *(2,3)*	4,2 *(2,5)*	2,0 *(2,8)*	2,7 *(3,0)*	2,7 *(3,0)*	2,6 *(2,9)*	2,6 *(2,6)*	2,3 *(2,5)*	2,1 *(2,5)*	2,1	2,1	2,1	2,1
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,2 *(2,8)*	2,9 *(2,0)*	2,8 *(2,2)*	3,1 *(2,6)*	2,9 *(2,8)*	2,5 *(2,9)*	2,7 *(2,9)*	2,6 *(2,7)*	2,4 *(2,6)*	2,3	2,1	2,1	2,1
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 *(1,6)*	1,2 *(1,4)*	1,4 *(1,5)*	1,7 *(1,6)*	1,8 *(1,7)*	1,9 *(1,8)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(2,0)*	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,3 *(2,3)*	2,4 *(2,2)*	2,7 *(2,3)*	2,5 *(1,9)*	2,5 *(2,0)*	2,2 *(1,8)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(2,0)*	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,9 *(1,9)*	1,9 *(1,7)*	2,2 *(1,8)*	2,5 *(1,9)*	2,4 *(1,9)*	2,2 *(1,8)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(2,0)*	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI[b] (niveau)	85 *(85)*	94 *(91)*	108 *(93)*	109 *(95)*	109 *(95)*	109 *(95)*	108 *(95)*	107 *(95)*	106 *(95)*	105	104	104	103

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 8 avril 2011.

Graphique 32 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % d'ici le milieu de 2012

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



IPC global
Taux projeté dans le scénario de référence
Fourchette de maîtrise de l'inflation
Indice de référence[a]
Taux projeté dans le scénario de référence
Cible
Taux projeté dans le scénario de référence pour l'IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

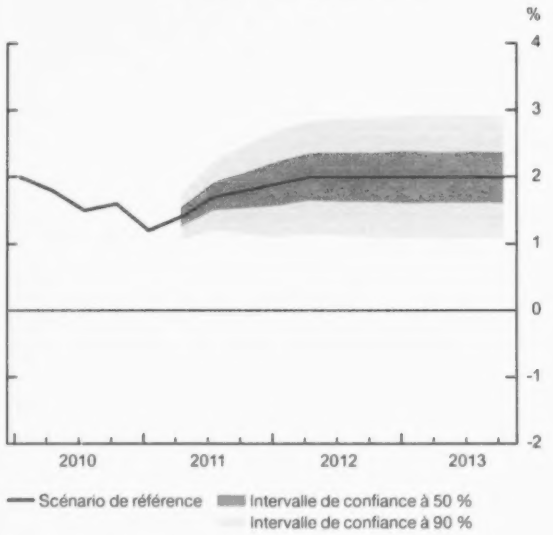
la hausse. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications des impôts indirects, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces changements sur les prix. On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge avec l'inflation mesurée par l'indice de référence à la cible de 2 % au milieu de 2012 suivant la stabilisation des prix de l'énergie.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 33** et le **Graphique 34** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2011 à la fin de 2013[7].

Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

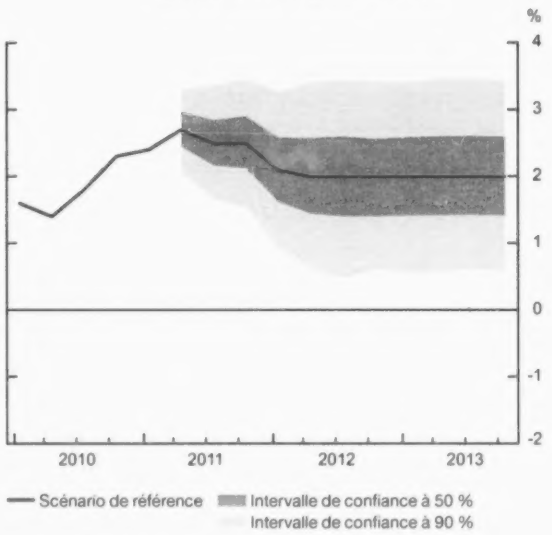
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Graphique 34 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

7 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Recherches.

Les risques entourant les perspectives

Même si la reprise économique mondiale devrait se poursuivre à un rythme stable, les risques demeurent élevés à l'échelle du globe.

Les deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections et à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens.

- Si les efforts déployés pour contenir la demande excédentaire et les tensions inflationnistes grandissantes dans les économies émergentes s'avéraient infructueux, les prix des produits de base et l'inflation à l'échelle mondiale pourraient grimper beaucoup plus rapidement qu'anticipé, entraînant une augmentation des revenus au Canada sous l'effet de la hausse des prix des exportations et intensifiant les pressions sur les prix intérieurs.
- La progression des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vive qu'escompté. Compte tenu des conditions financières exceptionnellement avantageuses, les emprunts pourraient croître plus rapidement que les revenus.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation sont liés aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

- La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions additionnelles à la baisse sur l'inflation, en raison des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.
- Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'anticipé de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie.

De plus, l'incertitude à l'échelle du globe est exacerbée par les niveaux élevés des dettes privée et souveraine dans de nombreuses économies avancées, par les tensions géopolitiques et par l'évolution de la situation au Japon à la suite du tremblement de terre au Tohoku.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.